

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Analýza vybraných IPO na americkém finančním trhu
Analysis of Selected IPO in the US Financial Market

Student: Ondřej Byrtus

Vedoucí bakalářské práce: Ing. Kateřina Kořená, Ph.D.

Ostrava 2013

Zadání bakalářské práce

Student: **Ondřej Byrtus**
Studijní program: B6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: 6202R010 Finance
Specializace: 00 Finance
Téma: **Analýza vybraných IPO na americkém finančním trhu**
Analysis of Selected IPO in the US Financial Market

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska primárních emisí
 3. Charakteristika vybraných IPO
 4. Analýza vybraných IPO
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

- ESPINASSE, Philippe. *IPO: a global guide*. 1st ed. Hong Kong: Hong Kong University Press, 2011. 354 p. ISBN 98-880-8318-X.
- MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.
- MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

Formální náležitosti a rozsah bakalářské práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí bakalářské práce: **Ing. Kateřina Kořená, Ph.D.**

Datum zadání: 23.11.2012

Datum odevzdání: 10.05.2013

Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracoval samostatně.

V Ostravě dne 2.5.2013


Ondřej Byrtus

Obsah

1 Úvod	1
2 Teoretická východiska primárních emisí	3
2.1 Primární emise akcií	3
2.1.1 Důvody primární emise	4
2.1.2 Faktory ovlivňující mezinárodní IPO	5
2.2 Role ekonomických subjektů během IPO	8
2.2.1 Bankovní strana	8
2.2.2 Výpočet celkových poplatků	10
2.3 Proces realizace IPO	11
2.3.1 Přípravná fáze	11
2.4 Časový harmonogram IPO	14
2.4.1 Due diligence	15
2.4.2 Prospekt	16
2.4.3 Underwriting	17
2.5 Realizační fáze	18
2.5.1 Stanovení emisní ceny akcií	18
2.5.2 IPO analytici	19
2.5.3 Bookbuilding	20
2.5.4 Ocenění a alokace	22
2.5.5 Closing	24
2.6 Post realizační fáze	24
3 Charakteristika vybraných IPO	25
3.1 Trh NASDAQ	25
3.1.1 Náležitosti IPO	26
3.2 Facebook	27
3.3 Apple	28

3.4 Google	30
3.5 Microsoft	32
4 Analýza vybraných IPO	34
4.1 IPO společností Facebook a Google.....	34
4.1.1 Průběh IPO Facebooku.	34
4.1.2 Průběh IPO společnosti Google.	36
4.1.3 Srovnání klíčových ukazatelů obou emisí	37
4.2 IPO společností Apple a Microsoft	40
4.2.1 Průběh IPO společnosti Apple	41
4.2.2 Průběh IPO Microsoftu	42
4.2.3 Srovnání vybraných ukazatelů obou emisí	43
4.2.4 Shrnutí výsledků analýzy IPO.....	46
5 Závěr	50
Seznam použitých zdrojů.....	51
Seznam zkratek.....	53
Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce	54
Seznam příloh.....	55

1 Úvod

Hlavním hnacím motorem každé společnosti, která usiluje o možnosti expanze na další trhy, nebo vlastní rozvoj, je potřeba financí. Protože se často nejedná o situaci, kdy by společnost mohla na tyto záměry vyčlenit své vlastní finanční prostředky, přichází na řadu hledání variant, jak se dostat k prostředkům cizím. Vzhledem k množství těchto způsobů nebývá jednoduché vybrat právě ten správný, a jelikož je každá společnost svým způsobem unikátní, nelze přenést již proběhlé varianty z řad konkurence. Jednou z těch komplikovanějších je právě primární emise akcií. Prostředníkem mezi společností a poskytovatelem finančních prostředků je v tomto případě kapitálový trh. Jedná se o rizikovější způsob, avšak s rostoucím možným rizikem roste také ziskovost této volby. Kromě možnosti získat nemalé množství dalšího kapitálu je hlavním přínosem IPO obchodní prestiž. V momentě kdy je společnost veřejně obchodována, rázem vyčnívá mezi všemi konkurenty a řadí se do elitní kategorie.

Primární emise akcií nejsou v České republice rozšířeným způsobem získávání finančních zdrojů. Tuzemský kapitálový trh není doposud využíván k IPO tak hojně jako ve Spojených státech a nemá zde ani tak dlouhodobou historii. Z těchto důvodů je tato práce zaměřena na vysoce rozvinutý trh Spojených států, který má za sebou emise některých největších společností na světě a jako předmět analýzy je vhodnější.

Liberální přístup amerických firem k primárním emisím, jako formě získání kapitálu způsobil změnu pohledu na podnikové finance a směr uvažování majitelů firem v jejich další expanzi. Bariéry pro přenesení amerického modelu do České republiky jsou samozřejmě dány množstvím firem v obou zemích, ale také jistou nedůvěrou v kapitálové trhy, jako hlavního zdroje financování. Díky velkému množství uskutečněných primárních emisí, společností všech stupňů vývoje, na trhu Spojených států, je možné najít velkou škálu scénářů, jak dané IPO dopadly a hledat v nich inspiraci pro analýzu těch současných. Od IPO, které ze dne na den udělaly z vlastníků společností milionáře, až po ty bankrotní, které ukončily snažení i společností, které se před IPO vyznačovaly úspěšným vývojem.

Cílem práce je analýza vybraných IPO na americkém trhu. Dílčím záměrem práce je přiblížení procesu IPO v prostředí Spojených států a zejména trhu NASDAQ, na kterém své akcie emitovaly všechny zkoumané subjekty. Vybrány byly dvě dvojice společností, které se zasloužily o změnu vnímání odvětví, ve kterém působily a určily nový směr vývoje.

Způsob zpracování předložené práce je založen na detailním prozkoumání průběhu primární emise na americkém trhu. Od zhodnocení firemních možností, zda se pro IPO rozhodnout, až po první reálné obchodování daných akcií. Kromě pohledu firmy je prostor věnován také underwriterům a jejich pohledu na celou IPO, z pozice manažerů emise a konkrétního trhu, na kterém proběhne.

Práce je rozdělena do tří hlavních kapitol. První kapitola přibližuje celou problematiku primárních emisí, jejich náležitosti, právní a kapitálové podmínky až po předání upsaných akcií investorům. Druhá kapitola se věnuje jednotlivým subjektům, jejichž IPO budou předmětem závěrečné analýzy včetně historických souvislostí, proč se daná společnost pro IPO rozhodla a jaké byly počátky jejich podnikání. Závěrečná část je zaměřena na samotnou analýzu IPO vybraných společností, zkoumání akciových ukazatelů ve vybraných časových úsecích, hledání souvislostí v chování akcií těsně po emisi a sumarizace hlavních důvodů úspěchu, či neúspěchu té které emise.

2 Teoretická východiska primárních emisí

Proces přípravy a následné realizace IPO je velice náročný a jde v něm zejména o hledání kompromisů, mezi emitující firmou a underwriterem celé emise. V teoretických východiscích primárních emisí jsou tedy obsaženy náležitosti obou stran a přiblíženy veškeré potřebné postupy k úspěšné primární emisi

2.1 Primární emise akcií

V situaci, kdy se soukromá firma rozhodne poprvé uveřejnit své akcie na burzovní trh, hovoříme o takzvané primární emisi akcií, nebo-li IPO (Initial Public Offering). K této možnosti se většinou rozhodují firmy, snažící se o získání volných peněžních prostředků, určených k dalšímu rozvoji a investování.

Primární emise akcií (Initial Public Offering, IPO) je možné zařadit mezi externí zdroje dlouhodobého financování investičního majetku. Je to proces, kterým akciová společnost může získat dodatečný volný kapitál k financování svého rozvoje a upevnit si tak postavení před investory.

Většina autorů se shoduje na definici IPO takové, že společnost, která uskutečňuje IPO je emitentem akcií, se kterými se na daném trhu doposud neobchodovalo. Společnost nabízí veřejnosti své akcie a současně tak vstupuje na veřejný organizovaný trh cenných papírů. (Meluzín., Zinecker., 2009. s. 27)

Proces přípravy primární emise je velice zdoluhavý a firma se na něj musí dokonale připravit. Toto období se zpravidla člení do tří fází, a to přípravná, realizační a post-realizační.

Všemi fázemi firma prochází se svým týmem odborníků, které pečlivě vybírá na úplném začátku IPO. Jelikož se nejedná jen o striktně technickou operaci, je třeba do dobrého realizačního týmu zahrnout i odborníky na marketing a public relations. Výsledná skupina většinou zahrnuje auditory, právníky s finančním analytiky a burzovní specialisty. Jelikož úspěch, či neúspěch celé emise záleží ve velké míře na zájmu investorů obchodovat dané akcie, je třeba přijít s velice transparentní firemní politikou a celkovou otevřeností k potenciálním kupujícím.

2.1.1 Důvody primární emise

Zaměříme-li se na hlavní důvody, které vedou firmu k emisi svých akcií, dostaneme se v podstatě ke třem hlavním směrům, jak tato firma uvažuje. Volba pro primární emisi často vyvstává s potřeby získání finančních prostředků, na které není schopna dosáhnout jiným způsobem. Vlastníci firmy nechtějí zvyšovat úvěrové zatížení a umístění potřebných prostředků může být tak rizikové, že je ani žádná další strana poskytnout nechce. Postoupení na vyšší strukturu společnosti, jakou veřejně obchodovaná společnost rozhodně je, mohou vlastníci potřebovat také za účelem plánované expanze, či mezinárodního rozvoje. IPO lze chápat také, jako nástroj k dobytí prestiže, či dosažení optimálního stavu likvidity akcií. V některých případech jde jen o snížení zadlužení, které si firma během minulých let nashromáždila, a teď ji zatěžuje. Vzhledem k nedávným úvěrovým krizím, je pravděpodobné, že tento důvod primární emise bude stále častějším.

Opodstatněný důvod k primární emisi mají velké nadnárodní společnosti. Vzhledem k jejich rozvětvenému systému divizí a dceřiných společností je jednodušší přilákat více investorů z celého světa a poté si vybrat akciový trh v blízkosti hlavního ředitelství. Poté už jsou všechny akcie obchodovány v časovém pásmu, které je pro firmu, z důvodů dohledu nad akcemi, nejvýhodnější.

Dalším důvodem, který v současné době nabývá na síle, je provázanost emitujícího trhu s odvětvím, ve kterém se společnost angažuje. Tržní prostředí je nastaveno následovně. Firmy zaměřené na technologie se specializují na NASDAQ ve Spojených státech, nebo LSE v Londýně. Těžební sektor je nejčastěji emitován na kanadském TSX, nebo na Australian Securities Exchange. Emise na těchto trzích jsou výhodné zejména díky historickým IPO. Investoři přesně vědí, ve kterém odvětví je společnost aktivní, mohou se podívat na podobné emise, které již proběhly a podle toho přizpůsobit své investiční záměry. Tyto trhy jsou aktivní velice dlouho a je pravděpodobné, že každá nová společnost, provádějící IPO, již měla svého předchůdce.

Primární emise poskytují širokou škálu výhod, ale je třeba se také podívat na její stinné stránky. Do této kategorie patří obecně poplatky, které se vyskytují v každé části emise a to jak v krátkodobém, tak i dlouhodobém horizontu. Poté co firma zaplatí všechny transakce spojené se vstupem na trh, přicházejí další k udržení této pozice a nalákání nových investorů. Hlavními požadavky jsou zejména vysoké standardy transparentního vedení emise a profesionální jednání při výdajové politice s cílem plnit očekávané kroky v tržním prostředí. Další případnou hrozbou spojenou s upsáním akcií je jejich odkup nechtěným investorem.

Z minulosti máme známý případ, kdy čtvrtý nejbohatší muž světa Bernard Arnault's odkoupil při primární emisi téměř 15% všech akcií konkurenční společnosti Hermès. Ve skutečnosti může mít emise negativní na kontrolu společnosti a ztrátu většiny hlasů původních akcionářů. Celá situace pak může vyústit v akvizici daného podniku. Právě v období po IPO je firma k akvizicím velice náchylná a akcie v rukou investorů nikdy nejsou zárukou čistých úmyslů.

2.1.2 Faktory ovlivňující mezinárodní IPO

Následující pod-bod práce je zaměřen na bližší seznámení s faktory, jež mají dopad na mezinárodní emise a na místo jejich uskutečnění. Umístění emise je pro velké společnosti nejdůležitějším rozhodnutím a je třeba jej zvážit z mnoha pohledů. Nejdůležitější z nich vysvětlím v následující kapitole. Některé zahraniční trhy například po dlouho dobu úplně odmítaly IPO jiných firem, než těch sídlících v dané zemi. Jedná se třeba o akciový trh v Hong Kongu, který povolil emise jen firmám z Kajmanských Ostrovů, Bermud a Číny. Tyto restriktce ustoupily až v posledních letech a otevřel se globální akciový trh, na kterém si v dnešní době emitující firma může vybrat jakoukoli zemi, na jejíž trh své akcie umístí.

Funkce trhu

První institucí je samotný trh, nabízející možnost primární emise. Společnost musí splnit vstupní podmínky, které jsou dány jak zákonnými normami, tak specifickými náležitostmi konkrétního trhu. Následující obecná pravidla platí vesměs jak na tuzemském, tak americkém trhu. Jedná se především o dobu působnosti firmy na trhu (většinou je vyžadována tříletá aktivita), požadovaný obrat, základní kapitál, minimální hodnota tržní kapitalizace emise a může být například vyžadováno stejné hlasovací právo pro všechny akcionáře. Neméně důležitým faktorem je samotné umístění trhu na ekonomické mapě světa. Světové společnosti se při umísťování IPO zaměřují především na oblasti, ze kterých jim plyne největší zisk. V první polovině roku 2010 se kosmetická společnost L'Occitane-sídlící v Lucembursku a s francouzskými kořeny-rozhodla umístit své akcie raději do Hong Kongu, než na pařížskou NYSE, a to z jednoho prostého důvodu. Největší podíl obratu společnosti připadá právě na Asii a firma zde také očekává ohromný budoucí růst. Výběr zahraničních trhů je také indikátorem skutečnosti, že se firma stává globálněji propojenou a expanduje na nová místa.

Privatizace

Privatizace, z akciového pohledu, dávaly možnost určitým skupinám velice výhodně využít potenciál zákonných mezer a v divokém polistopadovém období tak bylo zavedeno

mnoho akciových nešvarů. Podívejme se tedy na pár konkrétních příkladů zákonných omezení, které restringovaly tyto zákony, nejen v Česku. Fenomén zlatých akcií prostupuje kapitálovými trhy skrze celý svět a vzhledem k tomu, že se úzce týká i České republiky, zaměříme se na něj detailněji. Historicky první výskyt speciální (zlaté) akcie, které dávala vlastníkově specifická práva, moc a možnost vetovat, je datován roku 1980 během privatizace společnosti British Telecom. Netrvalo však dlouho a rázem se rozšířily přes Francii do Portugalska, Turecka a následně až do Malajsie a na Jamajku. Oblíbeny byly především v průmyslových společnostech, ve kterých fungovaly, jako mocný strategický nástroj při jednání se zbylými akcionáři. Hojně využívány byly také vládami při hájení státních zájmů, díky právu veta, které s držbou akcie bylo spojeno. Postupem času se však ukázalo, že zlaté akcie působí na trhu, jako rušivý element a jsou nadmíru zneužívány. V roce 2003 začal přesun těchto akcií do ilegality v Evropské unii a následně tato nařízení přešla do většiny zemí. V dnešní době je nemožné ve Spojených státech uskutečnit IPO, která by zlatou akcií obsahovala. Česká republika zrušila jejich platnost zákonem o zrušení Fondu národního majetku s platností 1. ledna 2006.

Investoři

Faktor investorů. Firma usilující o emisi svých akcií velice důkladně zkoumá zájmy a trendy investorů na daném trhu a snaží se tedy umístit akcie v ten nejvhodnější okamžik a na nejlukrativnější trh. Akcie firmy tedy musí být žádané, investiční bankéři používají termín „investment case“, čili musí vzbuzovat zájem atraktivním kapitálovým příběhem. Firma by měla působit v rychle se rozvíjícím odvětví, vykazovat vyšší reálné i očekávané zisky a dividendy než konkurence. Druhá možnost je existovat, jako malá firma, která nové odvětví sama formuje a udává směr. Z těchto dílčích faktorů lze utvořit obecný klíč k zaujetí lukrativních investorů. Stabilní pozice na trhu, udržitelná výkonnost s potenciálem budoucího růstu a schopnost odlišit se od ostatních. Tvrzení, že peníze tvoří peníze, je možné vysledovat i ve faktoru investorů. Pozice strategických investorů je při primárních emisích důležitou součástí. Investoři při nasejí další investory a s nimi spojené peníze. Strategickými investory jsou nejčastěji velké investiční banky, nebo firmy, podnikající ve stejném odvětví, jako emitovaná firma. Menší investoři, investiční fondy a banky tedy sledují investice velkých investorů a kupují akcie stejných společností.

Likvidita a objem transakce

Bez ohledu na povinné minimální hodnoty určené trhem a zákonná omezení je základní otázkou, jak by měla být firma velká, aby se vůbec dalo uvažovat o úspěšné IPO.

Příkladů společností, které po emisi marně čekaly na obchodování se svými akciemi, je velice dlouhý výčet a proto bych rád přiblížil základní pravidla, jak se nestát tzv. orphanstock¹. Existují pro to dva úzce spjaté důvody. Větší společnosti, které zaujmou širší skupinu investorů, dosahují v prvních několika dnech po emisi vyšší průměrné hodnoty ADTV². Menší společnosti mají naopak tendenci okamžitě po IPO se svým ADTV klesat velice nízko, bez dalších investičních vln. Za druhé, akcie dosahující vyšších ADTV jsou často skupovány skupinou sell-side, tedy zaměstnanci investičních bank a makléři, a buy-side (hedgeové fondy, analytici a ostatní fondy). Transfery mezi sell-side a buy-side institucemi zvyšují likviditu těchto akcií a pohánějí kolotoč dalších investic. Pokud se podíváme na společnosti obchodované například na pražské burze, je dominantních firem více než zřejmé. Menší společnosti také bohužel nejsou v povědomí analytiků a proto jsou jim také dávány horší indexy tržní likvidity, i když někdy neoprávněně.

Menší společnosti často řeší otázku, jakého stupně rozvinutosti by měla jejich společnost dosáhnout, aby mohla o IPO vůbec uvažovat. Pokud se zaměříme na rozvinutý trh Spojených států, zjistíme, že na něm existuje skupina makléřů a investorů, kteří se zaměřují na střední a menší společnosti a tento trend se začíná rozmáhat i v dalších státech. Střední firma však může evokovat v českém prostředí dost mylné představy ve vztahu ke střední firmě v USA. Optimální tržní kapitalizace se zde pohybuje v rozmezí od 250 – 400 milionů dolarů. Emise v menších objemech málokdy zaplatí náklady pro manažera emise a firma s menší tržní kapitalizací musí zaujmout výjimečným business plánem. Je však třeba podotknout, že díky zvyšující se rychlosti růstu různých firem se snižují i náklady na IPO pro emisního manažery a v posledních letech se rozrůstá skupina trhů, vyžadujících minimální podklady pro jednoduché umístění akcií. Dostáváme se tedy do situace, kdy většina investičních bank nemá vyloženě stanovené minimum tržní kapitalizace akcií firmy, do které se chystá investovat a zároveň se celý proces primární emise stává jednodušší a dostupnější i pro menší firmy. Je tedy pravděpodobné, že výše zmíněné optimální rozmezí se bude snižovat.

¹ Termín orphanstock označuje společnost, která po IPO neoslovila žádné investory, nebo vykazuje nulovou obchodní likviditu.

² AverageDailyTradingVolume (ADTV) jedná se o průměrnou denní obchodovatelnost akcií

2.2 Role ekonomických subjektů během IPO

Během primární emise vstupuje do procesu celá řada subjektů, a to jak na straně emitenta, tak i ze strany investorů. V této kapitole je důležité poukázat na ekonomické instituce, které se vážou ke každé IPO na americkém trhu.

2.2.1 Bankovní strana

Systém bankovního uspořádání v USA je velice komplexní a hierarchizovaný. Velká část dílčích kroků IPO zahrnuje účast bank a podíváme se tedy na to, jakým způsobem se angažují.

Investiční banky

Obecně vzato se na tak velkém trhu, jakým americký bezpochyby je, vyskytují velcí bankovní hráči, kteří mají interní informace týkajících se připravovaných IPO, jež jsou ostatním bankéřům utajeny. Také se mohou dostávat k informacím dříve, než budou oficiálně zveřejněny, anebo se sami podílet na podobě a způsobu jejich prezentace. Tato skupina zahrnuje bankéře pracující na fúzích a akvizicích jak firem ze zemí zaměřených na specifický sektor trhu, tak i těch, které jsou spojeny s vládními strukturami a věnují se zhodnocování investic klientů. Tato bezejmenná skupina bankéřů je na trhu patrná a velké firmy, neváhají při svých emisích využít nemalých finančních prostředků k získání těchto velkých hráčů do svého manažerského týmu emise.

Druhá strana zaměstnanců, takzvaná tržní, se zaměřuje na jednotlivé analýzy trhu, obchodování s kapitálem, komoditami, či deriváty. Tito experti se zaměřují především na cenné papíry různých regionálních a státních sektorů ekonomiky, doporučují klientům investiční příležitosti, realizují příkazy k nákupům klientů a publikují články o jednotlivých akcích. Prodejci se pomocí hloubkových analýz starají o prodej cenných papírů institucionálním investorům³ v lukrativních odvětvích. Naproti tomu se obchodní oddělení zabývá prodejem a nákupem cenných papírů na finančních trzích a to jak jménem klientů, tak na popud vrcholného vedení banky.

³ Mezi institucionální klienty ve své práci zařazují penzijní fondy, investiční manažery, pojišťovny, hedgeové fondy a podílové fondy

Ve všech investičních bankách se nachází podpůrná oddělení, zabývající se analýzami rizikovitosti a kredibilitou akciových společností. Zároveň zde dochází k nevyhnutelnému konfliktu těchto exaktních oddělení s klientsky zaměřenou skupinou zaměstnanců, kteří balancují na hraně uspokojení hlavních úkolů vedení, požadavkům klientů a konfrontace s jasnými čísly. Zejména u primárních emisí je často k vidění efekt zamlčení skutečných hospodářských výsledků a nepříznivých tržních fluktuací, za účelem uspokojení vedení a jasně vytyčených cílů.

Okolo významné primární emise je vždy mnoho institucí, které se více, či méně zapojují do samotného procesu. Zmatek zde vytváří jednotlivé zájmové skupiny veřejnosti, média, konkurenční banky a tak dokonce ani samotná skupina investorů není zcela přesvědčena jakou skutečnou moc a pozici má při emisi investiční banka. V této situaci je jednodušší investiční bance přiřadit typy činností, které v průběhu primární emise vykonává, než zaškátulkovat ji do specifické role, kterou by zastávala až do samotného vstupu na burzu.

Snažíme-li se zjistit, jakým způsobem je investiční banka financována za primární emisi, dostaneme se k dvěma hlavním směrům, kterými peníze tečou do banky zpět.

Poplatky

Banky si účtují poplatky za veškeré bankovní služby a nemusí se jednat o velké klienty typu emitujících firem, či nadnárodních korporací, týkají se i obyčejných občanů. Je jasné, že u tak nesourodé služby, jakou IPO bezpochyby je, není možné nastavit paušální poplatky pro všechny služby bez ohledu na množství emitovaných akcií. Poplatky jsou díky tomu nastaveny na procentních sazbách z objemu emise. U provizí je systém nastaven na procentech z hodnoty akcií, které jsou emitovány. Jak jsem již zmínil, existují i paušalizované služby, kde se poplatek platí automaticky. Záměrně se banky předhánějí ve snižování těchto sazeb za účelem zvýšení prestiže. Goldman Sachs se v roce 2010 ucházela o IPO Genereal Motors a kotovala údajně mnohem nižší poplatky, než ostatní soutěžící, čímž tuto emisi za 23,1 miliard dolarů vyhrála. Vyskytují se podobné informace o indických vládních emisích, které byly také zatíženy velice nízkými komisními poplatky, odhadující se na 0,02%. (Espinasse., 2011)

IPO taxy pro emitenty se liší v závislosti na trhu a objemu emise, sledujeme však stále sílící trend ve snižování poplatků v závislosti na počtu emisí za rok. Zaměříme-li se na vývoj poplatků posledních let na významných mezinárodních trzích, je zde patrný většinou klesající trend, především na evropském trhu. V Asii se průměrná sazba pohybuje od 2% do 3,45%,

podobné sazby nalezneme i v Evropě. Naopak na americkém trhu se sazby stále drží relativně vysoko, díky dominantnímu postavení v IPO největších světových firem, hovoříme zde o hranici 6,5%, někdy až 7%.

Poplatky IPO pro investory jsou vesměs všude stejné. Jedná se o zónu mezi 0,25% až 1,00% z nakoupeného objemu. Různé doplňující služby bývají zpoplatněny málokdy, mezi paušální platby zde řadíme jen náklady na dokumentaci a poradenství. V součtu jde o řádově stovky dolarů.

2.2.2 Výpočet celkových poplatků

Běžně se poplatky na akciových trzích dělí do tří hlavních skupin.

- Manažerské provize
- Underwriting⁴ provize
- Provize z prodeje

Historicky se poměr mezi těmito skupinami držel na hodnotách 20/60/20. Manažerské poplatky jsou účtovány z financí, které banka na danou část IPO musela vynaložit. V záležitosti underwritingu se jedná o fixní platbu, dle sazeb jednotlivých bank. Naopak u prodejní koncese je účtována za skutečný prodej nabídky investorům a platba probíhá až po ukončení transakcí s ohledem na skutečnou poptávku po akciích.

Následující tabulka ilustruje, jakým způsobem jsou počítány jednotlivé složky celkových nákladů. Hodnoty manažerského a underwriting poplatků na akcii jsou násobeny počtem akcií.

- Konečná cena akcie: 1,8 dolarů
- Celková nabídka: 225 000 000 akcií
- Celkový poplatek 3% se rovná 0,054 dolarů na akcii.

⁴ Samotný proces underwritingu bude vysvětlen v následující kapitole. Čeština nemá vhodný ekvivalent, kterým by se toto slovo dalo nahradit.

Tab 2.1 Emisní poplatky

Banka	Underwriting (počet akcií)	Manažerský poplatek US\$	Underwriting poplatek US\$	Prodejní koncese US\$	Celkové poplatky US\$
•A	•150,000,000	•1,620,000	•1,620,000	•6,480,000	•9,720,000
•B	•50,000,000	•540,000	•540,000	•648,000	•1,728,000
•C	•25,000,000	•270,000	•270,000	•162,000	•702,000

Zdroj: Vlastní zpracování podle (Espinasse,, 2011: 51)

2.3 Proces realizace IPO

Následující kapitola je věnována popisu jednotlivých fází primární emise, kterými musí firma projít, než se její akcie dostanou na sekundární akciový trh. Jak jsem již zmínil, členění se na fázi přípravnou, realizační a post-realizační. Každá s fází je jinak časově a finančně náročná a vyžaduje jinou skupinu osob, které jsou za ni zodpovědné.

2.3.1 Přípravná fáze

Kromě vybírání vhodných členů realizačního týmu je v této fázi hlavním cílem připravit společnost do takové podoby, aby splňovala právní náležitosti burzy, na které svou emisi chce uskutečnit. Realizační tým je složen z lidí, zastávající pozice v různorodých odvětvích a proto se zaměřím na každou zvlášť.

Právní poradci

Dá se říci, že otázka právních náležitostí firmy je při IPO jednou z nejdůležitějších. Proto firmy hledají své právní poradce velice pečlivě a nepodceňují jejich výběr. Základem dobře zvolené právní firmy je zejména předešlá zkušenost s emisí v podobném odvětví, ve kterém emitující firma podniká, zkušenosti s obchody na kapitálových trzích a specifických náležitostech konkrétního trhu, na kterém bude emise provedena. Nejde ovšem jen o právní problematiku firmy, která akcie emituje. Strana underwriterů má také svou základnu právníků a počáteční fázi příprav řeší zejména právní týmy obou účastníků emise. V prostředí

amerického trhu je primárním odvětvím těchto firem tvorba prospektu⁵ a na plnění dalších dílčích cílů, mezi které patří povinnost vést účetnictví dle Mezinárodních standardů účetního výkaznictví (IFRS), či řídit firmu podle pravidel corporate governance. To ve skutečnosti znamená provádět veškerou firemní činnost transparentně, s ohledem na vztah mezi managementem, akcionáři, vlastníky a v souladu se stanovenými cíli společnosti. Daná transparentnost také přináší jasnější pohled nad zodpovědností vedení firmy. Jde zejména o snížených tzv. „šedých“ zón, kdy se při nečekaných firemních neúspěších nedaří najít konkrétního viníka a probíhá nekonečných proces zbavování se zodpovědnosti.

(Espinasse., 2011)

Auditoři

V prostředí velkých amerických firem je výběr vhodných auditorů vcelku jednoznačný. Jedná se zejména o členy „Velké čtyřky“⁶, nebo nějaké její místní pobočky. Hlavní prioritou je přistoupení podnikového účetnictví na mezinárodní standard IFRS, který je vyžadován při vstupu na velké trhy. Účetní výkazy v IFRS podobě jsou vyžadovány za poslední tři roky, ale nastávají i situace, kdy je třeba dodat i kvartální informace za období těsně před IPO. Tyto dodatečné účetní výkazy sice nepodléhají auditu, ale jsou důsledně kontrolovány odpovědnými účetními ve firmě.

Roadshow poradce a PR oddělení

Správné načasování a připravení roadshow je velice komplexní problematika, na kterou je potřeba opravdu zkušených odborníků. Po informacích o skutečném stavu firmy, které jsou uvedeny v prospektu, je tato část IPO jedna z nejdůležitějších. Roadshow by se dala přirovnat k předvolební kampani, kdy kandidátem je samotná emise a potenciální investoři zastávají roli voličů. Marketingoví odborníci vymýšlejí nejrůznější způsoby, jak zacílit na co největší počet investorů a vzbudit v nich zájem o koupi akcií dané společnosti. Reprezentanti firmy navštěvují mnoho firem v zemi emise, avšak u nadnárodních firem s velkým objemem akcií, se tyto cesty stávají kontinentálním maratonem po světových finančních centrech.

⁵ Termín prospekt a všechny jeho náležitosti budou vysvětleny v samostatné kapitole níže.

⁶ Mezi Velkou auditorskou čtyřku řadíme firmy Deloitte, Ernst & Young, KMPG a PricewaterhouseCoopers

„Představte si, že zatímco tým vrcholných představitelů banky je na návštěvě hlavních finančních center Spojených států, je třeba urgentně zajistit krátké schůzky v Abu Dhabi, Kuwaitu, nebo Kataru, kde se na doporučení poradců máte sejít s tamními vlivnými investory, kteří jsou ochotni investovat 100 milionů dolarů do vaší IPO. (Espinasse., 2011: 62)“

Následující Tab. 2.2 ilustruje, která města nesmí, management mezinárodní IPO, zapomenout navštívit při roadshow. Města v závorkách jsou hodnocena, jako doporučená.

Tab.2.2 Roadshow města mezinárodní IPO

Klíčová města v USA a Kanadě	Klíčová města Evropy,	Klíčová města regionu Asie-Pacifik
<ul style="list-style-type: none"> • New York • Boston • (Atlanta) • (Chicago) • (Denver) • (Toronto) 	<ul style="list-style-type: none"> • Londýn • Edinburk • Frankfurt • Paříž • Zurich • (Amsterdam) • (Madrid) 	<ul style="list-style-type: none"> • Hong Kong • Singapur • Tokyo • (Peking) • (Soul) • (Melbourne)

Zdroj:Espinasse, vlastní zpracování

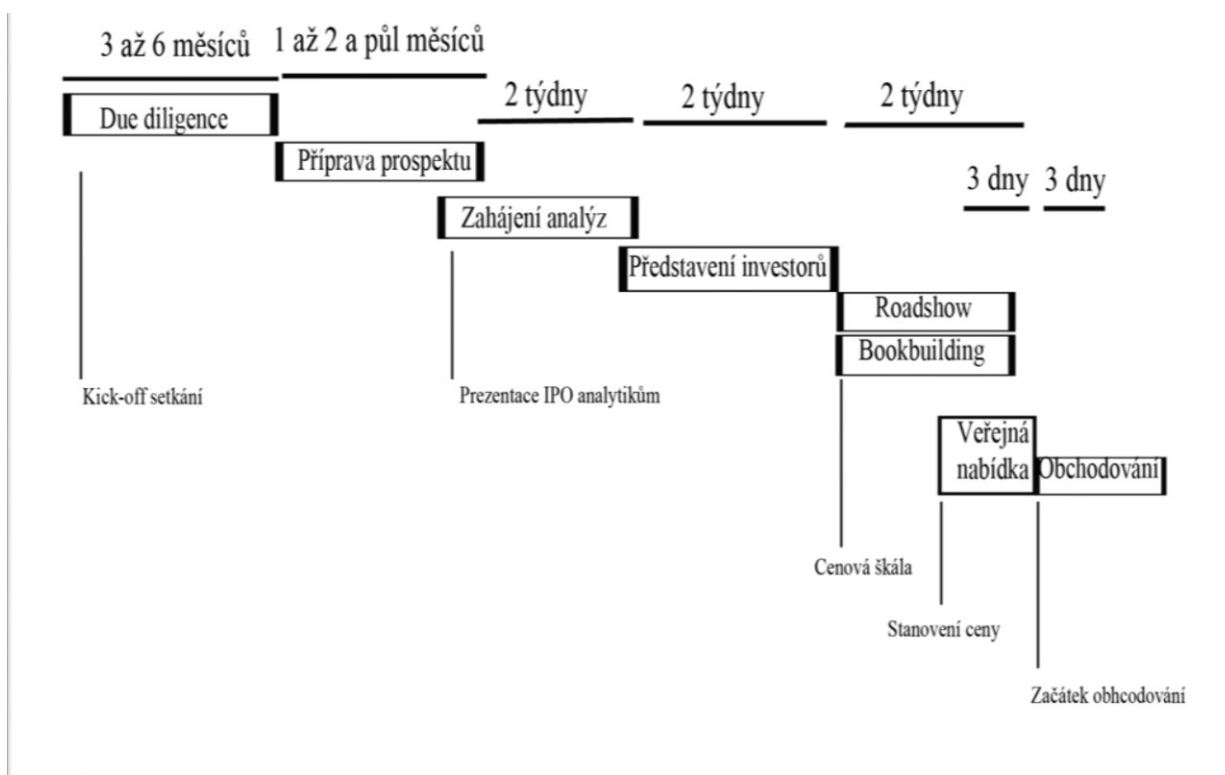
Takto stresující práce, pokrývající v jednom okamžiku operace v několika časových pásmech, je poskytována na nejvyšší úrovni jen několika firmami, a to i na tak obrovském trhu, jakým jsou Spojené státy. Vedle roadshow manažerů je často potřeba do realizačního týmu zařadit i PR⁷ experty a poradce v oblasti komunikace s veřejností. Často bývají využívány služby firem, jakou jsou iPROgilvy, nebo Hill&Knowlton. U každé IPO je způsob komunikace i skladba investorů často odlišná a musí se velice striktně řídit informacemi v prospektu.

⁷**Public relations** (často uváděné pod zkratkou **PR** toto označení pochází z angličtiny a volně jej lze přeložit jako „vztahy s veřejností“) jsou techniky a nástroje, pomocí kterých instituce nebo firma buduje a udržuje vztahy se svým okolím a s veřejností, nahlíží její postoje a snaží se je ovlivňovat. Viz: <http://www.nasdaq.com/screening/companies-by-industry.aspx?exchange=NASDAQ>

2.4 Časový harmonogram IPO

Délka přípravy jednotlivých částí IPO závisí na stupni rozvinutí firmy emitenta a zkušenostech manažerského týmu. Volba underwritera a systémů, které umí efektivně hodnotit vnitropodnikové struktury, zase přispívají k jednoduššímu zpracování prospektu. Podívejme se tedy na obecný harmonogram a sled fází IPO, které jsou potřebné k úspěšné emisi na americkém trhu.

Obr. 2.1 časový harmonogram IPO



Zdroj: Espinasse, vlastní zpracování

Celý proces začíná setkáním, na kterém se představí členové obou stran emise. Na straně emitenta je to majitel, právní poradci, konzultanti a nezávislý pozorovatel. Bankovní strana je zastupována vedoucími bankéři, a právním dozorcem. Toto setkání je označováno jako „Kick-off meeting“, jedná se tedy o pomyslný výkop a tedy zahájení celého procesu.

2.4.1 Due diligence

Jedná se o proces právního auditu, ve který slouží oběma zapojeným stranám ke zjištění skutečného stavu firmy vzhledem k procesu IPO. Zjišťuje se pravdivost informací z finančních výkazů a zároveň všechny právní náležitosti firmy, které jsou vyžadovány bankou. Prověřují se i dokumenty, které jsou uváděny jako zdroje v prospektu, a zároveň dokumenty, které budou použity v dalších rizikových částech IPO. Due diligence můžeme rozdělit do tří částí. (WESTENBERG., 2009)

- **Firemní:** Jedná se o první fázi, ve které se účastníci IPO seznámí s aktivitami firmy, které jsou uváděny v prospektu. Zároveň se zjišťují firemní plány, silné a slabé stránky, stav majetku a případná rizika. Část aktivit se odehrává i přímo na pracovištích firmy, jejích továrnách a závodech. To vše proto, aby se potvrdil skutečný stav aktiv uváděných v předešlých dokumentech a zjistil. Do této fáze se zapojují předešní auditoři firmy, lokální vedoucí poboček i současní konzultanti, aby se dosáhlo co nejpřesnějších informací. Jakékoli pochybnosti u due diligence silně ovlivňují výslednou image firmy.
- **Finanční:** Následující část zjišťuje finanční situaci firmy. Zaměřeno je především na kapitálovou strukturu, business plán, rozpočtovou politiku, finanční předpovědi a historický vývoj. Jednání probíhá především mezi firemními účetními a vrcholným managementem. Veškerá tato jednání jsou pečlivě zaznamenávána a využívají se jak pro potřeby potenciálních investorů, tak i pro případné vládní vyšetřování, při podezření z trestné činnosti zatajování klíčových informací před IPO.
- **Due diligence dokumentů:** Provedení tohoto auditu se různí podle odvětví, ve kterém firma podniká. Nejčastěji je však na seznamu vyžadovaných dokumentů výpis z obchodního rejstříku, smlouvy s hlavními dodavateli, zaměstnanecké smlouvy, vnitropodnikové regule, výpisy o poskytnutých úvěrech a dohody s dceřinými firmami i hlavními klienty. Je kontrolován právními poradci všech zúčastněných stran a nakonec podepsán nezávislým pozorovatelem.

Hlavním důvodem těchto auditů je doložení proklamovaných tvrzení emitující firmy. Jedná se zejména o ověření vedoucího postavení na trhu a pravdivost obchodních vztahů se strategickými partnery. V dalším průběhu IPO je možné, že se objeví určité nesrovnalosti a

mohou být požadovány dodatečné dokumenty. Due diligence se tedy sestavuje ke konečnému datu. (Meluzín, Zinecker., 2009)

2.4.2 Prospekt

Dalo by se říci, že prospekt je jediným dokumentem, který investor potřebuje k rozhodnutí o uskutečnění, či neuskutečnění investice. Prospekt je tedy emisní dokument cenného papíru. Tento dokument poskytuje investorům veškeré informace o struktuře společnosti, jejího financování, budoucích plánech, využití kapitálu ze zisků IPO a případných rizicích spojených s nenaplněním vytyčených cílů. Takto zpracovaný prospekt je třeba nechat schválit daným orgánem příslušné země a poté mu je přiděleno jedinečné identifikační číslo ISIN (International Securities Identification Number), které musí vlastnit každá akcie obchodovatelná na mezinárodním trhu. Struktura prospektu je pevně stanovena a přesto, že se v jeho podoba liší stát od státu, základní právní náležitosti jsou téměř totožné. Je to způsobeno tím, že 95% světových finančních trhů implementovalo do své legislativy standardy International Organisation of Securities Commissions (IOSCO). Tato organizace byla založena roku 1983 v Madridu a reguluje světové finanční trhy. Evropská unie má tuto problematiku upravenou ve směrnici Evropský prospekt, ve které se harmonizovaly rozdíly jednotlivých států. Byla představena roku 2003 a jednotlivé státy ji implementovaly v roce 2005. Hlavní devízou této směrnice je povinnost vydat jen jeden prospekt pro všechny státy EU, odboural se tím problém vytváření dalších prospektů v případě emise v dalších evropských státech.

Kromě základních údajů, jakými jsou název společnosti, adresa, kontaktní údaje a dokumenty o struktuře firmy, nachází se dále v prospektu také oblasti věnované vybraným finančním ukazatelům, či glosář specifických termínů z podnikatelského odvětví firmy. Samostatná kapitola je věnována rizikům. Řeší se zde například hrozby zjištěné při due diligence, které mohou mít dopad na finanční zdraví a dopad na hodnotu akcií. Může se například jednat o situaci, kdy je firma velice propojená s úzkou skupinou lidí na vedoucích postech, kteří by v případě úmrtí, nebo odchodu, byli těžce zastupitelní. Dalším rizikem je silná závislost na malém počtu klíčových dodavatelů, či jiných strategických partnerech, jejichž ztráta krach by pro firmu znamenala ohromné potíže.

Další z vyžadovaných informací je kapitalizace firmy, které nesmí být starší, než 60 dnů před emisí, a dividendová politika. Hlavní část prospektu je věnována popisu firemní

činnosti. Skládá se ze seznamu výrobních prostředků, hlavních konkurentů na trhu, historii firmy a detailního pohledu na samotné odvětví, ve kterém společnost působí.

Poslední částí prospektu jsou auditorské zprávy. Může se jednat až o stovky stran a je zaměřena zejména na finanční audity. Pro investory je to hlavní zdroj informací o skutečném stavu firmy, do které se chystají investovat. Úplně poslední strany jsou seznamem všech účastníků, kteří do IPO jakýmkoli způsobem zasáhnou.

Dva prospekty

Při IPO se ve skutečnosti objevují dvě verze prospektu. První (předběžný) prospekt se od finálního liší hlavně v oblasti ceny akcie. Ta je v první části uváděna jen jako cenové rozmezí, kam by se mohla výsledná cena dostat. Tyto předběžné prospekty jsou na první straně označeny tlustým červeným nápisem “redherring”⁸. Konečný prospekt už obsahuje cenu, za kterou se začnou akcie nabízet a je vydáván těsně, před emisí.

Tvorba kvalitního prospektu je základem úspěšné IPO a proto v současné době zaznamenáváme i trend zvětšování počtu stran. Prospekty jsou stále obsáhlejší zejména díky větší transparentnosti před investory a také novým technologiím při auditech.

2.4.3 Underwriting

Termínem underwriting označujeme proces, při kterém se významná finanční instituce (banka, pojišťovna, nebo investiční společnost) se stává zodpovědnou za získání kapitálu pomocí emise akcií. Jedná se o dohodu o efektivním odkoupení akcií emitenta za stanovenou cenu investičními bankami a následném prodeji budoucím akcionářům na volném trhu. Toto rozhodnutí sebou přináší nemalá rizika a underwriteři se je snaží minimalizovat spoustou regulí pro potenciálního emitenta. Jedná se zde o velké objemy peněz a vzhledem k volatilitě trhu se investiční banky za každou cenu snaží vyhnout emisím s dlouhou držbou akcií. Čím kratší je doba, než se akcie opětovně prodají na sekundárním trhu, tím se bude o společnost ucházet více underwriterů, jelikož právě krátká držba akcií radikálně snižuje riziko jejich znehodnocení.

Občas nastávají situace, kdy se rozhodnutí investiční banky nesetká s úspěchem. Nastavení vysoké ceny akcií během oceňování může velkým hráčům indikovat situaci, kdy sekundární trh není připraven k odkupu velkého objemu akcií a hrozí neudání celé emise. V těchto případech zatahují underwriteři záchrannou brzdu v podobě snížení cenového

⁸ Termín “redherring” se v kriminalistice používá pro falešnou stopu. Zde se jedná o slangový název prvního prospektu.

rozmezí akcie, nebo dokonce zeštíhlení objemu emitovaných akcií. V případě, že se před IPO objeví zprávy o nedostatečně plné poptávce ze stran investorů, nebo nepříznivých tržních fluktuacích, je možné IPO oddálit, nebo úplně zrušit.

2.5 Realizační fáze

Tato etapa se nese ve znamení samotné primární emise a všech jejích náležitostí. Celý řetězec událostí je nastartován svoláním valné hromady, na kterém se celý projekt posvětil podpisem akcionářů. Následují povinné právní kroky v dané zemi, kde se firma svou emisí rozhodne provést a může započít jedna z nejdůležitějších událostí v historii firmy.

2.5.1 Stanovení emisní ceny akcií

V této souvislosti rozlišujeme tři hlavní způsoby, jak stanovit cenu, za kterou budou akcie poprvé obchodovány.

První možností je upsání akcií za předem stanovený kurz, dále pak bookbuilding, kdy počáteční cenu určí manažerem emise na základě poptávky a poslední varianta, aukční ocenění. První prvním případu se emitent dohodne s manažerem emise o prodeji všech akcií, určených k obchodování, za předem stanovený kurz. Takto nabyté akcie poté manažer emise prodá na trh investorům za cenu zvýšenou o provizi za převzetí rizik. Takto řešená primární emise se považuje za méně rizikovou a uchylují se k ní spíše menší podniky a v současné době se již moc nepoužívá. Podobně na ústupu je i forma aukce, při které se výše ceny stanovila podle rovnovážného stavu poptávky po akciích určenou investory a tomu přizpůsobenou nabídkou emitenta.

V současné době nejrozšířenějším způsobem určení ceny akcie je kompromis mezi již zmíněnými metodami. Jedná se o takzvaný bookbuilding. Marketingový apel na investory v podobě roadshow byl využit právě kvůli tomuto způsobu. Manažerovi emise se přihlásí všichni investoři, kteří se chtějí zúčastnit IPO, a ten z nich na základě svých kritérií vybere konečný seznam kandidátů. Kritéria, podle kterých se rozhodne o účasti, či neúčasti, jsou zejména zkušenosti investora s odvětvím emitenta, a jeho potenciální kapitál, který je ochoten do emise vložit. Investoři, kteří projdou do dalšího kola, sdělí manažerovi své limity ohledně množství akcií a ceny, za kterou jsou ochotni obchodovat. Popřípadě své požadavky ještě zkonkretizují svými limity pro konkrétní cenové hladiny, ve kterých by se akcie pohybovala. Své požadavky mohou investoři v průběhu bookbuildingu jakkoli měnit, či dokonce úplně

zrušit. Manažer emise v reakci na stanovené poptávky neustále přepočítává přibližnou emisní cenu akcie, která ovšem není jen pouhým průsečíkem nabídkové křivky s poptávkou investorů. Manažer aukce je zde v pozici tajemného hybatele, jež své mechanismy určování ceny nezveřejňuje a má tedy velice široké pole působnosti, jak výslednou cenu ovlivnit. Tato obchodní tajemství jsou pečlivě střežena a není v současné době vůbec znám ani přibližný mechanismus, jak se získanými daty manažer nakládá. Tento jev bývá v současnosti velice často kritizován, zejména u velkých primárních emisí, které se výrazně liší od předpokladů většiny analytiků.

V okamžiku, kdy je stanovena přibližná cena akcie, přichází na řadu stanovení objemu emise, nebo-li počet upsaných akcií. Počet akcií vynásobený jejich hodnotou stanovuje tržní kapitalizaci firmy a jako nejpoužívanější metoda určení ceny akcie se používá P/E⁹ multiplikace. Jedná se o metodu jednoduchou na výpočet, která nevyžaduje hloubkové analytické metody a pro širokou finanční veřejnost je velice srozumitelná. Čím vyšší je P/E tím je vyšší je cena společnosti. Metoda P/E má ovšem své limity. V případě, že bude investor porovnávat různé společnosti podle toho ukazatele na různých trzích, dostane velice zkreslené výsledky, neboť v těchto číslech nebudou započteny různé daňové sazby, které mohou být velice významným prvkem. (Meluzín, T., Zinecker, M., 2009)

2.5.2 IPO analytici

Klíčovým krokem během realizační fáze IPO je schůzka vrcholných zastupitelů obou stran, která probíhá v poslední etapě IPO. Účastní se jí hlavní manažer emise, ředitel společnosti s nejvyšším vedením a klíčoví analytici bank. Je důležité podotknout, že toto setkání je uzavřeno všem investorům. Tato prezentace má většinou okolo sta slidů a týká se zejména časového harmonogramu samotné emise, který je již schválen právní oddělením, a sumarizace klíčových bodů emise spojených s prospektem a klíčovými investory na trhu. Výsledkem těchto jednání je návrh horní a dolní hranice ceny akcie, která bude následně prezentována při roadshow.

⁹P/E poměr či P/E ratio (z anglického price-to-earnings ratio) je poměrový ukazatel používaný na akciových trzích. Vyjadřuje poměr mezi tržní cenou akcie a čistým ziskem na akcii, resp. tržní kapitalizací dané firmy a jejím čistým ziskem. (viz. http://cs.wikipedia.org/wiki/P/E_pom%C4%9Br)

2.5.3 Bookbuilding

Po absolvování všech příprav a odstartování roadshow se emitující firma dostane před klíčový okamžik cele IPO. Jedná se o určení ceny akcie, v jaké bude zahájeno obchodování na primárním trhu. V této souvislosti rozlišujeme tři hlavní způsoby, jak stanovit cenu, za kterou budou akcie poprvé obchodovány.

První možností je upsání akcií za předem stanovený kurz, dále pak bookbuilding, kdy počáteční cenu určí manažer emise na základě poptávky, kterou zjistí z nabídek na koupi stanoveného objemu akcií za cenu určenou investory, a poslední varianta, aukční ocenění. První prvním případu se emitent dohodne s manažerem emise o prodeji všech akcií, určených k obchodování, za předem stanovený kurz. Takto nabyté akcie poté manažer emise prodá na trh investorům za cenu zvýšenou o provizi za převzetí rizik. Takto řešená primární emise se považuje za méně rizikovou a uchylují se k ní spíše menší podniky a v současné době se již moc nepoužívá. Podobně na ústupu je i forma aukce, při které se výše ceny stanovila podle rovnovážného stavu poptávky po akciích určenou investory a tomu přizpůsobenou nabídkou emitenta.

Metoda bookbuildingu se začala velice rozšiřovat počátkem devadesátých let, kdy přišla velká vlna IPO a v současné době je nejrozšířenějším způsobem určování emisní ceny akcií. (Meluzín, Zinecker., 2009, s. 59)

Celý proces začíná souběžně s roadshow, trvá většinou dva týdny a je ukončen stanovením konečné ceny akcie. Mezi hlavní výhody bookbuildingu, oproti stanovení fixní ceny akcie, patří dosažení lepších cen a vytvoření cenové tenze¹⁰ směrem k investorům. Všeobecně je tento proces také považován za více transparentní a nabízí větší flexibilitu pro obě zúčastněné strany, jak emitenta, tak bookbuildingovou banku.

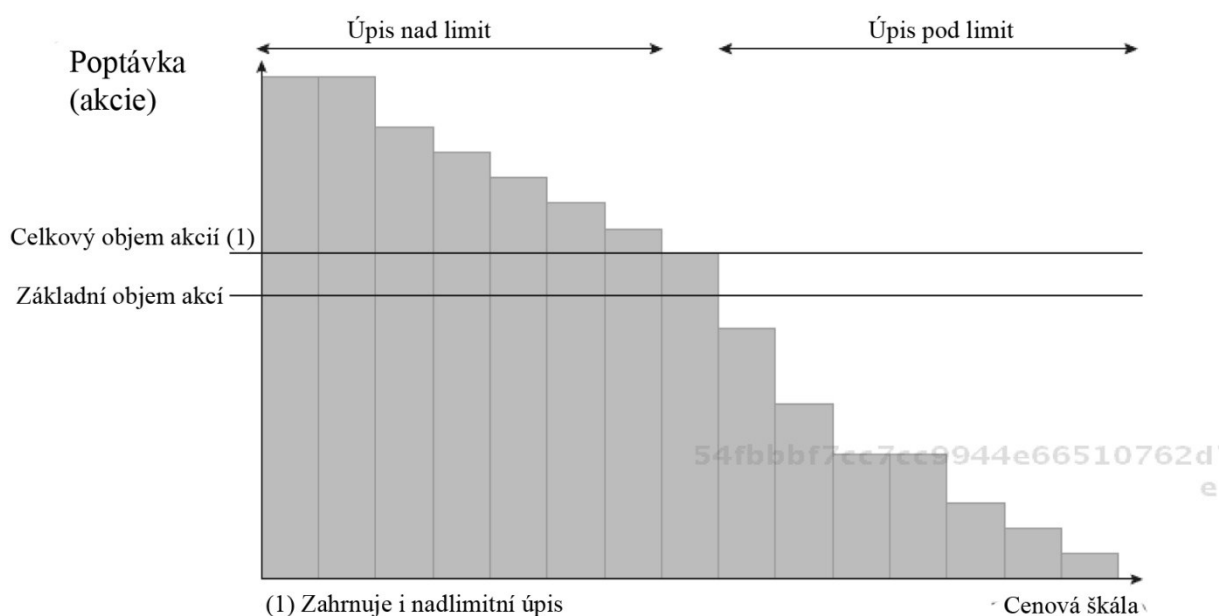
V dnešní době je celý bankovní svět propojen elektronickým systémem Deal Manager ECM®, který se používá zejména pro příjem cenových nabídek od různých institucí. Při bookbuildingu se v systému objeví nová IPO s nastavenou cenovou škálou a dalšími možnými omezeními, jakými mohou být minimální a maximální hranice pro počet nakoupených akcií. Pozvaní investoři prostřednictvím tohoto programu odesílají své nabídky

¹⁰ Cenová tenze, neboli Pricetension je ekonomický jev, při kterém prodávající subjekt požaduje nejvyšší možnou prodejní cenu a kupující subjekt usiluje o cenu co nejnižší. Čím větší je tedy cenové tenze, tím je také větší rozpětí, mezi nabídkovou a poptávkovou cenou.. viz.: (<http://www.investopedia.com/terms/p/pricetension.asp#axzz2NiTpzvoz>)

na počet akcií a cenu, za jakou by je chtěli nakoupit, nabídky se shromažďují pro každého investora zvlášť, tento proces se nazývá bookkeeping.

Postupem času se při sběru těchto informací ukáže vzor, podle kterého investoři upisují své nabídky, podle kterého se dá určit citlivost ceny. Situace, která pomáhá určit konečnou cenu, za kterou by mohla být akcie nabízena, je zřejmá z knihy nabídky. Hladina úpisů nad limit nabídky často prudce klesá při dosažení konkrétního bodu v cenové škále hodnoty akcie. Tento jev usnadňuje určení hladiny, za kterou by měla být akcie nabízena. Grafické znázornění přijatých úpisů od investora je ilustrováno v obrázku 2.

Obr. 2.2 Schéma poptávkové knihy



Zdroj: Espinasse, vlastní zpracování

Poptávková kniha

Výše zmíněný obrázek ilustruje data sesbíraná od investorů za jeden den bookkeepingu. Jsou to objemy akcií v různých cenových kategoriích, které by investoři byli ochotni nakoupit. Poptávka je tedy stanovena. Tyto data se obvykle nikde nezveřejňují a má k nim přístup jen omezený počet členů nejvyššího vedení emisního trhu a subscriber. Během

bookbuildingu ovšem není úplné informační embargo. Vedoucí banka zveřejňuje informace o průběhu a nepřímo informuje investory, jak by měli měnit své poptávky, aby dostali co nejvíce akcií. Ilustračním příkladem je situace, kdy je poptávka investorů po akciích, ve spodní cenové hranici, velice rychle vyčerpána a vedoucí banka vypustí doporučení investorům, že by měli zvýšit ceny svých nabídek, pokud chtějí dosáhnout na nějaký objem akcií, protože je pravděpodobné, že po zbytek bookbuildingu se bude cena podstatně zvyšovat.

2.5.4 Ocenění a alokace

Ve chvíli, kdy se uzavrou poptávkové knihy, přichází jednání o ceně s managementem. Stanovená cena je poté podepsána všemi účastníky bankovního syndikátu dané emise.

Říká se, že oceňování a alokace při IPO je více umění, než ekonomická věda. Je při něm třeba rozšifrovat poptávkovou knihu, jež je možné interpretovat spousty způsoby. Pravidlem bývá umístění ceny akcie v horní čtvrtině cenové škály, neboť oceňování na hraničních hodnotách nebývá objektivním rozhodnutím a indikuje nekalost při jednání. Samotná kvalita poptávkové knihy je velice významným faktorem ovlivňující konečnou cenu. IPO, které byly oceněny na základě nedokonalých dat z poptávkové knihy často končily velice podhodnoceny.

Po výběru konkrétní emisní ceny, přichází na řadu proces alokace. V této fázi je znám počet emitovaných akcií a objem poptávaných akcií, proto je možné, aby vedoucí emise rozhodl, kterým investorům budou akcie prodány a jak moc se tento objem bude lišit od jejich poptávaných čísel. Tento okamžik je také poslední možností, kdy může vedoucí emise požádat emitující firmu o sdělení nějakých okolností posledních dní, které by mohly IPO ohrozit, nebo mají podstatný vliv na hodnotu firmy. Vše je završeno podpisem underwritingové smlouvy a formálním vlastníkem všech akcií se stává vedoucí emise. Od této chvíle začínají noční přípravy emise, která probíhá obvykle následující pracovní den.

Kritéria alokace

Proces alokace spočívá v rozhodnutí managementu emise o tom, které nabídky na koupi akcií od investorů budou uspokojeny, a v jaké míře. Strategie k rozumnému rozdělení

akcií spočívá v poskytnutí takového objemu jednotlivým investorům, který je vždy menší, než poptávaný. Tento stav dává investorům impulzy ke zvýšenému nákupu akcií na sekundárním trhu, kterým se snaží navýšit své podíly ve firmě.

Všeobecně se dají sumarizovat základní kritéria, podle kterých se k investorům dostanou větší, či menší objemy jejich poptávaných akcií.:

- obecné mínění o kvalitě investora a typ jeho běžných investic,
- objem poptávaných akcií, vzhledem k běžnému objemu akcií, které poptává v porovnatelných IPO,
- přístup investora během přípravné fáze, konzultace, jednání s managementem apod.,
- očekávaný způsob obchodního jednání investora na sekundárním trhu,
- skutečnost, zda je investor známý spekulativními nákupy, nebo naopak dlouhodobým držením akcií.

Při většině alokačních jednání je praktikována zásada uspokojit nejdříve investorské jádro, tvořené stabilními investory s pravděpodobností dlouhé držby akcií. Z celé emise bývá takto rozděleno okolo 30%-40% akcií. U IPO, které mají poptávkovou knihu velice nadúpisovou je tedy pravděpodobné, že menší investoři a investoři s nabídkami na dolní hranici cenové škály, své objemy nedostanou.

Vedoucí emise často investory hodnotí i během přípravné fáze a přiřazuje ji rating, dle kterého se poté řídí v alokačním stádiu. Pokud se objeví v první pětce investorů s nejvyšším ratingem někdo, u koho vznikají pochybnosti pro vedení emitované firmy, nastává jednání, které může ještě pořadím zamíchat, jinak se rating často nemění. Co se týče algoritmu, kterým se objem rozděluje podle ratingu, standardně se používá následující podílové řešení.:

- 45% akcií pro rating 1,
- 25% akcií pro rating 2,
- 15% akcií pro rating 3,
- 3% akcií pro rating 4,
- rating 5 nedostane žádné.

2.5.5 Closing

Závěrečná část IPO, tzv. closing, neboli vypořádání akcií, je vysněnou metou každého emitenta. Je to okamžik, kdy jsou předány investorům reporty o počtu akcií, které jim budou přiřazeny a po zaplacení dané částky, jsou akcie převedeny na nové majitele, kteří s nimi dále budou obchodovat na sekundárním trhu. Celý proces je zakončen slavnostním ceremoniálem, při kterém většinou rozezní burzovní zvon majitel emitované firmy, společně s ředitelem daného trhu a následuje společenská akce pro všechny zúčastněné strany IPO.(Espinasse., 2011)

2.6 Post realizační fáze

Při každé IPO je vysoká pravděpodobnost rizika nestabilního sekundárního trhu při zahájení prodeje akcií od alokovaných investorů k veřejnosti. Tato skutečnost může velice ovlivnit cenu akcií, a to do takové míry, že se může velice významně propadnout až pod spodní hranici cenové škály, za kterou emitent své akcie upisoval. Pro tento případ mají trhy, na kterých je IPO umístěna, své stabilizační agenty, kteří se v případě ohrožení ceny akcií snaží stabilizovat a zmírnit negativní dopady, pomocí nakupování vhodně zvolených objemů. Akciové trhy mají svá procentuální omezení, kolik akcií je možné stabilizačním agentem nakoupit. Tyto hodnoty se pohybují v rozmezí od 10% do 15% a mohou být použity i limity v maximálním procentuálním zvýšení ceny akcie. Za každé procento nad tento rámec jsou stanoveny přísné sankce. Celá problematika chování akcií na sekundárním trhu je velice složitým a komplexním problémem, který ve své bakalářské práci nebudu podrobněji zabývat. (Espinasse., 2011)

Výsledkem IPO je tedy vlastnictví velké části emitované firmy v rukou investorů, kteří očekávají zhodnocení svých akcií. Tato situace, zejména u méně známých a rozvinutých firem, vyžaduje dobře připravenou Investors Relations ¹¹strategii. Tento prvek v post realizační fázi může velice významně ovlivnit další budoucnost firmy. Hlavním cílem IR strategie je přetransformování spekulantů a krátkodobých držitelů akcií do trvalých akcionářů dané společnosti. Znamená to tedy navázání vztahů okamžitě po ukončení prvních velkých dnech obchodování a vybrat pro každého investora správný přístup.

¹¹Investors Relations , jedná se o manažerské zvládnutí vztahů s investory. Podobně, jako PR, je ve společnostech často vyčleněno samostatné oddělení, které se této problematice věnuje.

3 Charakteristika vybraných IPO

Druhá kapitola bakalářské práce je především zaměřena na bližší seznámení se společnostmi, které budou předmětem závěrečné analýzy. Aby se výkonnost jednotlivých emisí mezi sebou dala porovnávat, byly zvoleny společnosti, které emitovaly na stejném trhu NASDAQ. Vzhledem k této skutečnosti je v této kapitole zařazen i hlubší popis daného trhu a přiblížení jeho emisních náležitostí a historie.

3.1 Trh NASDAQ

NASDAQ¹², nebo-li National Association of Securities Dealers Automated Quotations, je druhým největším akciovým trhem na světě. Vlastníkem je NASDAQ OMX Group, která zastřešuje spoustu akciových trhů po celém světě a je nadnárodní akciovou korporací. Trh NASDAQ, je prvním akciovým trhem v historii, který byl založen na čistě elektronické bázi. Obchodovat se na něm začalo v roce 1971 a ze začátku se neměl veliké oblibě. Makléři preferovali klasické papírové trhy, na kterých měli v té době vyšší zisky.

Další prvotinou v USA, kterou si tento trh připsal, bylo zahájení obchodování on-line. Do té doby se o to, i přes snahy o spuštění živého obchodování pomocí internetu, žádný trh doopravdy nepokusil. Tato technická vymoženost v důsledku formovala trh NASDAQ do dnešní nálepky: „Technologický trh“.

Po úspěšném spuštění on-line obchodování a uveřejnění velkého počtu primárních emisí firem spojených s technologiemi, se o NASDAQ začalo hovořit, jako o trhu pro dalších sto let. V roce 1992 se trh NASDAQ propojil s londýnským Stock Exchange a daly za vznik prvnímu mezinárodnímu propojení akciových trhů. V současné době je jsou v provozu tři trhy, NASDAQ Global Select Market, NASDAQ Capital Market a ASDAQ Global Market

¹² Informace o historii trhu NASDAQ jsou čerpány z oficiálních internetových stránek www.nasdaq.com, kongresové knihovny <http://www.loc.gov/rr/business/amex/amex.html> a wikipedie <http://en.wikipedia.org/wiki/NASDAQ#>

3.1.1 Náležitosti IPO

Část informací o náležitostech a taxách při úpisu akcií na trhu NASDAQ byly již zmíněny v předchozích kapitolách, následující podkapitola je zaměřena detailnější popis náležitostí, vyžadovaných od společností, které své akcie chtějí umístit právě na trhu NASDAQ.

V následující tabulce jsou ilustrovány základní požadavky na některé vybrané finanční ukazatele, jakou jsou EBIT a Cash flow

Obr.1.1 Náležitosti pro vstup na NASDAQ

EBIT	<ul style="list-style-type: none">• Za poslední 3 sledovaná účetní období musí být průměrný EBIT větší, než 11 000 000 USD• Pro každé ze dvou posledních účetních období EBIT větší, než 2,2 milionů USD
Cash Flow	<ul style="list-style-type: none">• Průměrná hodnota za poslední 3 roky musí být větší, než 27,5 milionů USD• Žádné ze sledovaných období nesmí vykazovat zápornou hodnotu
Minimální tržní kapitalizace	<ul style="list-style-type: none">• Průměrně více než, 550 milionů USD za posledních 12 měsíců
Příjmy	<ul style="list-style-type: none">• Za předchozí fiskální rok větší, než 110 milionů dolarů

Zdroj: Espinasse, vlastní zpracování

Účetní standardy a hodnota akcie

Účetnictví pro vstup na NASDAQ musí být podrobeno auditu a splňovat standardy americké GAAP¹³, nebo IFRS¹⁴. Zaměříme-li se na minimální hodnotu, za kterou může být akcie obchodována, jsou to 4 dolary.

¹³ *Generally Accepted Accounting Principles*, jedná se o všeobecně uznávané účetní standardy pro americký trh. Primárním důvodem vzniku tohoto sjednocení byl právě vstup firem na burzu.

¹⁴ *International Accounting Standards Board*, mezinárodní účetní standardy, kterými se řídí například Evropská unie

3.2 Facebook

Americká společnost Facebook byla založena v roce 2004, jako síť pro studenty harvardské univerzity. Spoluzakladateli byli Mark Zuckerberg, Eduardo Saverin, Dustin Moskovitz, a Chris Hughes. Všichni zmínění byli studenty Harvardu a využívali služeb své sítě thefacebook.com pro účely vyměňování fotografií, osobních údajů, školních dokumentů, či sdružování lidí ze stejných ročníků. Překvapivý nárůst zájemců donutil správce rozšířit přístup do sítě i dalším univerzitám a v červnu roku 2004 bylo zaznamenáno již 250 000 uživatelů z 34 vysokých škol. Od této doby se události začaly vyvíjet velice rychle.

Postupem dalších měsíců se začaly rozšiřovat možnosti sítě a objevili se i první velcí inzerenti. Ke konci roku 2004 Facebook překonal milion uživatelů a vybudoval si své místo v povědomí investorů. Následující rok byl ve znamení rozšiřování služeb a otevření celé sítě i zahraničním univerzitám. Tento krok měl za výsledek zvýšení počtu uživatelů na celkových 6 milionů. Díky takovému nárůstu aktivních účtů se začali zavádět první omezení, patří mezi ně třeba spodní věková hranice pro přihlášení 13 let. Síť Facebook začala být také využívána pro americké firmy, které si uvědomili potenciál snadného získání nových klientů a změnu marketingových strategií. Prvního obrovského úspěchu bylo dosaženo v roce 2007, kdy se Facebook stal sedmou nejnavštěvovanější stránkou světa a hodnota společnosti astronomicky rostla.

Facebook svůj ohromný vzestup teprve začínal. Od roku 2006 se příjmy firmy zvyšovaly astronomickými skoky a hodnota vzrostla ještě dvacetkrát. Je pochopitelné, že firma, která je schopna 4 roky po sobě dosahovat meziročních růstů okolo 150% přitahuje pozornost investorů. Podobně jako u společnosti Google, je jediným zdrojem příjmů reklama a tím zaručená kredibilita pro investory. Důvodem dlouhého rozhodování zda vstoupit, či nevstoupit na akciový trh bylo zapříčiněno zejména osobou Marka Zuckerberga.

Po mnoho let byl Zuckerberg atakován nabídkami k prodeji své společnosti, či svěření jí na veřejný akciový trh. Je pochopitelné, že po zkušenostech s pohádkovým bohatstvím díky neprodání své malé firmy, vytvořené pro studenty harvardské univerzity, se Mark Zuckerberg nehnal ani do primární emise. Nabídky ke koupi firmy přicházely od roku 2006, kdy firma Viacom nabídla 750 milionů dolarů, a tentýž rok společnost Yahoo! zkusila nabídku za rovnou miliardu. Ani jeden ze zájemců však neuspěl a odhadovaná cena

Facebooku v časopise BusinessWeek se vyšplhala na hodnotu dvou miliard amerických dolarů.

Graf. 3.1 Vývoj ceny akcií FB



Zdroj: NASDAQ.com

3.3 Apple

Zakladatelé společnosti Apple byli v sedmdesátých letech Steven Jobs a Stephen Wozniack. Tito mladí nadšenci společně sdíleli sen o sestrojení vlastního počítače a tak se rozhodli založit v garáži vlastní firmu. Začátky podnikání vyústili v sestrojení osobního počítače Apple II, který v konkurenci ostatních počítačů vynikal plastovým vzhledem a definoval tím směr, kterým se Apple bude ubírat.

Komerční úspěch prvního počítače vedl k rozšíření firmy o profesionální management. Tento krok již z počátku oba zakladatelé nepodcenili a povedlo se jim najmout odborníka na PR Regise McKenna, který měl za úkol dát Applu jedinečnou tvář. Z dnešního pohledu je zřejmé, že obrovský úspěch celé společnosti je zakořeněn právě v této době, kdy Apple vsadil na vlastní image a jistý způsob protiproudového uvažování o pozici elektroniky v našich životech,

Konec osmdesátých let byl pro Apple obdobím ohromného růstu a se svými 1000 zaměstnanci se hodnota firmy dostala přes 100 milionů dolarů. V této době se také připravovala primární emise Applu, která proběhla v prosinci 1980. Tato IPO vstoupila do dějin, jako nejúspěšnější emise od roku 1956, kdy své akcie na burzu umístila firma General Motors a zároveň jako emise, která dopomohla více než 300 investorům stát se dolarovými milionáři. Z takového množství kapitálu, který IPO vygenerovala, se společnost Apple zaměřila na vývoj nové řady počítačů typu Macintosh. Tento produkt se společnosti podařilo

zařadit do vládního vzdělávacího programu na základních školách a objem poptávaných počítačů se začal neuvěřitelně zvyšovat. Následovala další linie přenosných počítačů pod značkou PowerBook a poté Apple začal usilovně pracovat na vytváření nových trhů, kterými by diktoval směr dalšího vývoje.

V roce 2001 byl spuštěn program iTunes pro převod mp3 souborů do hudebních přehrávačů iPod, díky kterým se společnost začala tvrdě drát dopředu i na tomto trhu. Po získání dostatečné základny uživatelů se Apple po dvou letech rozhodl prostřednictvím iTunes začít prodávat mp3 nahrávky velkých hudebních společností a byl vytvořen nový dominantní trh s prodejem hudby v digitální formě. Akcie na vstup do hudebního odvětví a spuštění internetového obchodu reagovaly mohutným vzestupem.

Zdálo se, že se Steve Jobs ve vedení společnosti už své revoluční nápady vyčerpal a začne intenzivně pracovat na rozvíjení a zdokonalování současných produktů. To vše platilo až do roku 2007, kdy se rozhodl vstoupit na další trh a zbořit dosavadní vnímání produktů s ním spojených. Byl to trh mobilních telefonů. V představeném produktu iPhone se snoubila jednoduchost a design Apple produktů s optimalizovaným spojením softwaru, díky které mohli být telefony neuvěřitelně výkonné. Podobně jako u všech Apple novinek bylo přijetí iPhoneu vlažné a nebylo moc těch, kteří by věřili v nějaký větší komerční úspěch. Díky vysoké ceně, která se spojena s každým produktem značky Apple, se neočekávalo, že by telefon kupovali lidé střední třídy, spíše se uvažovalo o současných zákaznících, kteří od Applu již nějaký produkt vlastní. Tyto předpovědi se však nevyplnily a během 4 let se staly různé generace iPhoneu nejprodávanějším chytrým telefonem na světě. Strategie prodeje, kterou v USA Steve Jobs zvolil, měla za následek neuvěřitelné zisky. Koupit si tento telefon bylo možné jen se paušální smlouvou u jednoho z největších amerických mobilních operátorů, společnosti AT&T. Podobná situace se opakovala v roce 2010, kdy se Apple rozhodl vstoupit na trh tabletů. Tento doposud málo využívaný kus elektroniky byl utlačován chytrými telefony a stále menšími notebooky a nikoho z konkurence nenapadlo se na něj zaměřit více, než pár produkty, do jejichž vývoje zas tak neinvestovaly. Pak ovšem přišel iPad. Opět bylo označováno, za neprodejný, zbytečně drahý, nekompatibilní, sice pěkný, ale bez možnosti výrazného podílu na tržbách Applu. Asi není potřeba moc dokreslovat, jak to dopadlo. Stačí, když se v dnešní době porozhlédnete kolem sebe. Trh tabletů se opět rozběhl, všechny významné společnosti podnikající s elektronikou se zaměřili na jejich vývoj, ale opět až v závěsu za Apple.

Tyto neuvěřitelné úspěchy vedly k mnohonásobnému zvýšení hodnoty firmy a velkému rozšíření výrobních manufaktur v Asii. V roce 2011 měla nejvyšší nominální tržní kapitalizaci, kterou kdy dosáhla veřejně obchodovatelná firma. Do té doby rekord držel Microsoft. To co na Applu stále přitahuje nové investory, je také trend zeleného průmyslu. I takto velká firma totiž klade velký důraz na ekologické procesy výroby a použití materiálů svých produktů, které jsou šetrné k životnímu prostředí. Tyto skutečnosti a neuvěřitelná image firmy, vytvořena zejména postavou Steva Jobse se odrážejí v konstantním růstu akcií a nestagnujícím úsilí společnosti o zvyšování své hodnoty.

Graf. 3.2 Vývoj ceny akcií AAPL



Zdroj: NASDAQ.com

3.4 Google

Internetový vyhledávač Google, byl vytvořen dvěma studenty Standfordské Univerzity, Larry Pagem a Sergeyem Brinem. Začátky vyhledávacího nástroje jsou spojeny s projektem při jejich postgraduálním studiu. Cíl byl v zdokonalení vyhledávacího algoritmu pro webové stránky, který doposud fungoval na principu, který chronologicky seřazoval stránky podle počtu vyhledání. Hlavní myšlenkou projektu bylo začít vyhledávat stránky podle jejich vzájemných vazeb. V praxi to znamená, že samotní uživatelé internetu svým hledáním vytvářejí síť propojující jednotlivé stránky podle obsahu a tím mnohem dokonalejší výsledky v relevanci k hledanému výrazu. Jimi vymyšlený vyhledávač opravdu fungoval a dostal jméno RankDex.

Společnost s názvem Google byla založena v roce 1998 a jejím prvním investorem byl Andy Bechtolstheim, zakladatel společnosti Sun Microsystem, která vyrábí počítačové servery a vyvíjí pro ně software. Celkový objem počáteční investic byl okolo jednoho milionu dolarů. Oproti skutečnostem, které nastaly v roce 1999, to však byla zanedbatelná částka. Sedmého červa byla oznámena investice firmy Kleiner Perkins Caufield & Byers, která obsahovala 25 milionů dolarů ve formě venture capital¹⁵. S touto investicí byl spojen masivní rozvoj serverových základů po celém světě v důsledku 500 000 vyhledávacích příkazů denně. Toto číslo během dalších pěti let stoupl až na 3 miliony.

Raketový vzestup firmy pokračoval IPO, která proběhla v roce 2004. Samotný průběh IPO budu probírat v poslední kapitole mé práce, ale její důsledky naznačím již zde. Neskutečný úspěch, který tato emise přinesla, začal měnit kulturu společnosti. Najednou se z více, či méně pospolité společnosti stal gigant držený významnými akcionáři, a z vedení vznikli noví miliardáři. Nicméně boj o zachování tváře Googlu zahájil spoluzakladatel Sergey Brin, který založil firemní oddělení, starající se o propojení rostoucího pracovního vytížení s unikátní vnitropodnikovou kulturou, která byla na samém začátku mezi dvěma spolužáky. Při pohledu do dnešních hlavních pracovišť společnosti je zřejmé, že se jim tento vytyčený cíl povedl a i neuvěřitelné zbohatnutí společnosti nemusí vést k jejímu přerodu do neosobní továrny na peníze. Po dvou letech obchodování akcií se Google zařadil do indexu S&P 500¹⁶. V roce 2012 se dokonce stala firmou s největší tržní kapitalizací v USA, která nebyla zařazena do indexu DJI¹⁷, o tom proč se Google společně s Applem doposud nestaly součástí DJI, se stále vedou spory, ale je zřejmé, že v krátkém časovém horizontu se o jejich zařazení nejedná.

Google se postupem času odpoutal od rovnítka „internetový vyhledávač“ a stal se z něj pojem vývoje, výzkumu a překonávání technologických problémů. První z významných služeb, bylo zřízení nejbezpečnějšího emailového klienta Gmail v roce 2005. Ve stejném roce dokončili výzkum mapování zeměkoule a spustili službu googleEarth, která dává uživatelům možnost prozkoumávat planetu ve tří-dimenzionálních mapách. Výčet se nezastavil ani v dalších letech. Po odkoupení největší databáze uživatelských videí YouTube bylo jasné, že se Googlu nedají klást žádná omezení v tom, kam se rozhodne prorazit příště. Vývoj nových technologií však Googlu neomezil jen na internetový trh. Spuštění mnoha projektů výzkumů

¹⁵ Venture capital spadá do kategorie rizikového a rozvojového kapitálu s vysokým potenciálním ziskem.

¹⁶ Tento index provozuje společnost Standard and Poor's a je v něm zařazeno 500 firem s nejvyšší tržní kapitalizací na americkém trhu.

¹⁷ Dow Jones Industrial Index

v oblasti energetiky, dopravy a vědy, dává příslib mnoha zajímavým objevům. Mezi poslední patří projekt googleglass, či auto bez řidiče z oddělení Google X Lab pracující na utajovaných projektech, jejichž směr uvažování zhodnotil Sergey Brinn ve smyslu: „Kdyby se v laboratořích Google X najednou objevil stroj času, naši výzkumníci by se řekli, je to super, ale nemohlo by to fungovat i na baterky?“

Graf 3.3 Vývoj ceny akcií GOOG



Zdroj: NASDAQ.com

3.5 Microsoft

Obdobně, jako o výše zmíněných společnostech, jsou i počátky Microsoftu umístěny mezi mladé nadšence do výpočetní techniky a prostoru garáží. V tomto případě se jedná o Billa Gatese a Paula Allena, kteří v roce 1975 přepsali programovací jazyk pro sálové počítače do podobny použitelné na malých osobních počítačích. O pět let později již dosahovali takových kvalit, že se firma IBM začala zajímat o dodávání Microsoft softwaru, a operačních systémů pro jejich odvětví osobních počítačů. Díky tomu spatřil v roce 1981 světlo světa legendární operační systém MS-DOS. Do necelých deseti let se ho prodalo již 100 milionů kopií. Výzkum dalších technologií vyústil v roce 1995 do graficky mnohem dokonalejšího systému Windows 95, jehož jednoduché prostředí mohlo konkurovat i operačnímu systému Mac OS společnosti Apple. První Windows také znamenal vstup do internetového prostředí, díky aplikaci MSN a Internet Explorer.

IPO společnosti proběhla v roce 1986 a dopadla dle očekávání velice úspěšně. Postupně společnost začala nabízet dividendy a přidávat do portfolia cenných papírů i speciální akcie s jednorázovou odloženou výplatou dividend. Finanční politika Microsoftu si

vydobyla i vlastní definic. Je známá jako “Přijmout, rozšířit, opustit“ a byla poprvé zmíněna v souvislosti se snahou Microsoftu ovládnout internet.

V devadesátých letech se Microsoft stal nejsilnější a nej-prosperující společností v americké historii. Hodnota akcií dosáhla v tomto období historického maxima, které doposud nebylo překonáno. V této době firma měla z každého prodaného dolaru čistý zisk 25% a zapsala se tím do rekordních tabulek. Tento trend pokračoval a v roce 1996 překročil čistý zisk společnosti 2 miliardy dolarů. Tendenci stabilního růstu Microsoft udržel i při hospodářské krizi v 2008-2009 a jeho dominantní postavení na trhu osobní elektroniky si vyžádalo několik vládních žalob za porušování pravidel hospodářské soutěže. Poslední významný soudní proces absolvoval Microsoft s Evropskou unií, který skončil pokutou ve výši 1,35 miliardy dolarů za využívání monopolního postavení na trhu.

Stejně jako Google se Microsoft snaží dodržovat nastavený trend v ekologickém přístupu k výrobě součástek. Dynamická změna image společnosti započala s příchodem posledního operačního systému Windows 8, který by měl Microsoft dostat z konzervativního vnímání spotřebiteli. Jako významný indikátor této změny můžeme považovat i razantní změnu původního loga, které s menšími úpravami fungovalo přes deset let.

V současné době Microsoft především investuje na trhu mobilních telefonů, kde prosazuje svůj vlastní mobilní operační systém a také do upevnění silného postavení na trhu herních konzol. Stabilně zaujímá dominantní postavení v operačních systémech osobních počítačů a softwarového vybavení pro kancelářské použití. Posledním odvětvím, do kterého se společnost rozhodla investovat je trh tabletů, na kterém se snaží přijít s konkurentem pro Apple. Co se týče hodnoty akcií, drží si Microsoft od krizového propadu v roce 2008 stabilní růst a za poslední 4 roky nedošlo k významnějším fluktuacím.

Graf 3.4 Vývoj ceny akcií MSFT



Zdroj: NASDAQ.com

4 Analýza vybraných IPO

Závěrečná část bakalářské práce je zaměřena na zevrubné prozkoumání IPO jednotlivých společností, jejich úspěchy, neúspěchy a nalezení možných podobností v chování čerstvě emitovaných akcií vybraných dvojic společností. Prostředkem analýzy budou zejména detaily o objemu akcií emise společně s akciovými ukazateli P/E, EPS, tržní kapitalizace, korelace, výnosnost a volatilita.

4.1 IPO společností Facebook a Google

První dvojicí společností, jejichž IPO budou předmětem analýzy, jsou společnosti, jež mají velice silné postavení v internetovém prostředí a mají společnou image čerstvých prosperujících firem, s velmi inteligentním vedením a výrazným trendem růstu. Zároveň je možné u obou společností hledat přízvisko firem, které změnily celé používání internetu, jako prostředku k efektivnímu získávání informací, či globální komunikace, mezi uživateli.

Obě emise od sebe dělí necelých osm let, splasknutí internetové bubliny a velká ekonomická krize. Je však možné využít podobného podnikatelského odvětví a dané emise porovnat v poměrném měřítku. V každé z následující kategorii je možné hledat podobné znaky a trendy, na kterých nezanechal časový rozestup žádné viditelné stopy.

4.1.1 Průběh IPO Facebooku.

Jelikož je emise největší sociální sítě světa tou nejmladší ze zkoumaných, je také jasně patrný rozdíl v množství informací, které jsme schopni získat. I když se může zdát osmi letý rozdíl, jako zanedbatelná doba, internet během ní zažil výrazný rozmach a začal se sytit informacemi v daleko větším měřítku.

Datum emise bylo stanoveno na 15. května a hovořilo se tom, že se IPO Facebooku zapíše do dějin trhu NASDAQ, jako největší emise všech dob. Z dnešního pohledu již víme, že se do historie sice zapsala, ale rozhodně ne v tom smyslu, který jí byl předpovídán.

Hlavní slabinou celé emise byly spekulace ohledně ceny akcie. Do posledního dne nebylo jisté ani to, ve které polovině cenové škály se bude obchodovat a předpovídaná sebejistota se pomalu začínala transformovat do nervózní atmosféry. Na začátku května, čili 18 dní před samotnou emisí, avizovala firma cenu akcie někde mezi 28 – 35 dolary. O dva

týdny později to již bylo 34 – 38 dolarů a den před emisí někteří analytici tipovali i cenu 40 dolarů, která však působila značně připraveně a spekulativně. Silná poptávka malých obchodníků nakonec stanovila oficiální kurz 38 dolarů, čili cenu odpovídající nejvyšší kurzové hranici.

Vysoké nasazení a úsilí, investované do začátku příprav, se přeneslo i do posledního týdne před emisí. Cena 38 dolarů za akcii by ocenila hodnotu firmy na 104 miliard a tím by Facebook naplnil předpovězený úspěch, nejvyšší tržní kapitalizace společnosti při primární emisí na trhu NASDAQ. V důsledku syndromu neočekávanější firmy, která kdy vstoupila na akciový trh, se 16. května rozhodlo vedení firmy přidat do objemu emise o 25% akcií více. Signálem, který předznamenal jisté pochybnosti o celé emisí, bylo neúspěšné spuštění obchodování. Po tradičním zazvonění, na znamení otevření burzy, se prvních 30 minut vůbec neobchodovalo. Blíže nespecifikované technické problémy, nechaly čekat všechny novináře a samotné vedení v naprosté nejistotě.

Tab.1.1Detaily IPO společnosti Facebook

Detaily IPO Facebooku	
Datum	18. května 2012
Cena akcie	\$38.00
Symbol akcií	FB
Trh	NASDAQ
Počet emitovaných akcií	421 233 615
Hodnota akcií	\$ 16 006 877 370
Zisky z reklamy	\$3 154000 000
Underwriteři	Morgan Stanley a JPMorgan

Zdroj: Prospekt společnosti Facebook

Tato emise měla být velice důležitou i pro samotný trh NASDAQ a takovýto neúspěch rozhodně nepodnítl další firmy ke zveřejnění svých akcií zde, natož jestli vůbec. Samotný vztah Facebooku a NASDAQ je velice napjatý a ozývají se i hlasy, že by se společnost mohla upsat některému z konkurenčních trhů. Další firma, která má co dočinění se sociálními sítěmi bude v opravdu velice nevýhodné situaci a i když se zatím právoplatný nástupce Facebooku

stále hledá, tak je jasné, že jeho primární emise rozhodně nebude v dohledné budoucnosti. Trh nových uživatelů sociálních sítí je skoro vyčerpán a záleží už jen na tom, kde se rozhodnou svůj osobní profil sdílet.

Během pěti měsíců bylo v záležitosti IPO podáno přes 40 soudních žalob. Zákulisní informace spekulují o tom, že hlavní tři underwriteři emise dokonce avizovali daleko nižší příjmy z IPO, již během první poloviny roadshow. Morgan Stanley měl podle některých zdrojů údajně poskytnout svým preferovaným klientům pravé informace o stavu emise Facebooku a ti se poté do obchodování vůbec nezapojili. Ani zbylí underwriteři nemají čistý štít. Spekuluje se o jejich tajných dohodách s finančním ředitelem Facebooku, který měl úzký kruh vedení vyplatit a poté nechat veřejnosti předražené akcie. Tyto informace také vedly k oficiálnímu vládnímu vyšetřování. Největší zájem má vláda zejména o vyšetření situace, kdy měli být poskytnuty důvěrné firemní informace jen vybraným klientům

4.1.2 Průběh IPO společnosti Google.

Vzhledem k velkému objemu financí, které do Googlu investovali dvě významné společnosti Kleiner Perkins Caufield & Byers and Sequoia Capital, byl vstup na akciový trh nevyhnutelný. Společnost rostla neuvěřitelným tempem, HDP spojených států v roce 2003 významně vzrostl také a nakloněny emisi byly i ekonomické předpovědi pro IT odvětví v následujících letech. Další z řádky pozitiv byly i uniklé informace o případném odkupu akcií největším konkurentem Googlu a to společností Yahoo!

Měsíc před emisí se cena pohybovala kolem 85 \$ za kus, což však v té době bylo velkým zklamáním a vedení společnosti v médiích neskrývali své znepokojení. Mnoho negativních ohlasů vyvolal formát IPO. Google se rozhodl pro holandskou dražbu. Tento záměr byl podpořen hlavně dvojicí underwriterů, společností Morgan Stanley a CreditSuisse, jež společně vymysleli aukční operační systém, který byl právě vyvinut pro účely dražby holandského typu. Všeobecně mezi investory panovalo zvýšené očekávání výnosů této IPO, jelikož byly zaznamenány veřejné nabídky na nemalé objemy akcií, za účelem zajištění zisků, od velkých investorů.

Ihned po začátku obchodování akcie zvýšily svou hodnotu o 20%, zájem o akcie byl enormní i z řad menších investorů a hlavním klíče úspěchu byl zvolen právě tolik kritizovaný holandský formát. V dnešní době se od holandské aukce při IPO spíše opouští. Ohlasy na použití aukce holandského typu, rozpoutaly diskusi o možnostech převedení tohoto formátu i

na IPO jiných společností. Vše vyústilo v názor, že investoři byli, vzhledem k postavení Googlu v internetovém průmyslu, velice shovívaví

Toho času největší manažer podílových fondů, firma Fidelity Investments, byla jedním z největších investorů celé IPO a nakonec jí patřilo 5,2 milionů akcií. Před IPO se objevilo nemálo názorů, které tvrdily, že není vhodná pro individuální investory. Holandská aukce zvýšila zájem právě individuálních investorů a zajistila si tak hodnotu alokačního poměru více, než 70%. Na enormní zájem akcií zareagovali manažeři emise zvýšením nabízeného množství, z původních 19 ti milionů, o dalších 14 milionů akcií.(<http://www.google-ipo.com/>)

Tab.4.2 Detaily IPO společnosti Google

Detaily IPO Googlu	
Datum	19.8. 2004
Cena akcie	\$85,00
Symbol akcií	GOOG
Trh	NASDAQ
Počet emitovaných akcií	19 605 052
Hodnota akcií	\$1 670 000 000
Zisky z reklamy	\$913 780 000
Underwriteři	Morgan Stanley, CreditSuisse

Zdroj: <http://www.google-ipo.com/>

4.1.3 Srovnání klíčových ukazatelů obou emisí

Další z paralel mezi IPO obou společností je i jméno hlavního underwritera. Společnost Morgan Stanley se zaměřuje především na emise z kategorie „nej“ a je zajímavé, že vedla i emisi třetí společnosti předložené bakalářské práce, společnosti Apple.

Jako první zvolené kritérium je chování ceny akcií v prvních dvou měsících obchodování. Upisovací rozdíl ceny obou akcií byl 47 dolarů a tak nás zajímá hlavně závislost procentních změn ceny akcií mezi jednotlivými dny obchodování. Jak je patrné z Grafu č.1, průběh obou IPO byl značně rozdílný. I když byl emisi Facebooku předpovídán ještě lepší výsledek než, do tehdy největší IPO v historii, Googlu, výsledek by zcela opačný. I když je

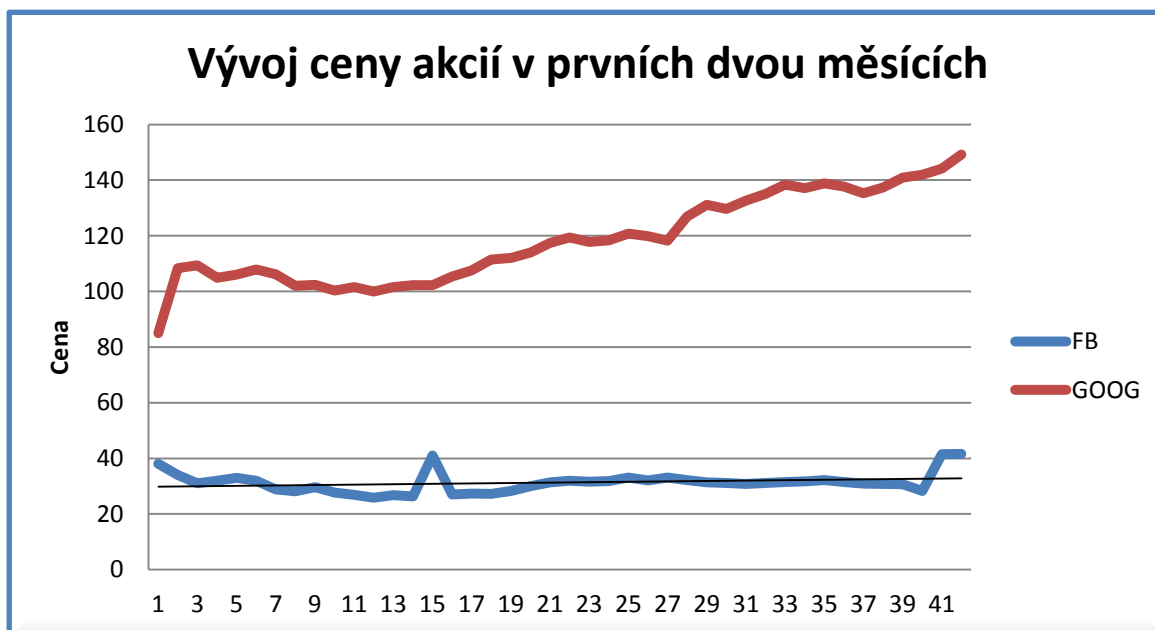
třeba vzít v potaz drobnou nesrovnalost v datech z historických tabulek NASDAQ, způsobené jiným rozložením víkendů kdy se na burze neobchoduje, je výsledek zřejmý. Při korelaci procentního růstu, či poklesu ceny, dostaneme hodnotu -0,13. Jedná se tedy o nepřímou závislost a potvrzuje tak dojem, který vyvolává graf. V případě sledování chování akcií během prvního roku, je rozdíl opravdu markantní. Akcie Googlu zvýšily svou hodnotu o více, než 300%, zatímco cena akcií Facebooku po půl roce spadla o 50% a do necelých dvanácti měsíců od emise se jí nepodařilo vyšplhat ani na původní upisovací hodnotu 38 dolarů.

Neúspěšný vývoj akcií Facebooku, oproti Googlu v prvních měsících emise, potvrzují i další ukazatele. Vývoj EPS¹⁸ samozřejmě koresponduje s již zmíněným průběhem po emisního vývoje obou společností. EPS Facebooku se udržel v kladných číslech jen na konci prvního měsíce obchodování a to na hodnotě 0,09 dolaru, poté se přehoupnul do záporných čísel. Záporná hodnota EPS je velice znepokojující skutečností, která vlastně značí, že společnost ztrácí na každé emitované akci. V případě Facebooku by před IPO tento vývoj předpovídal opravdu jen málokdo. Zcela opačná situace byla pochopitelně v případě Googlu. Po prvních dvou měsících už byla hodnota EPS na téměř jednom dolaru a během dalších dvou let se meziročně zvyšoval téměř 100%.

Ukazatel volatility vypovídá o tom, jak se za určitý časový úsek mění cena akcie. Čím větších cenových změn akcie dosáhne, tím je její volatilita vyšší. Rozlišujeme standardní volatilitu, vypočtenou z cen akcie a volatilitu historickou, která se vypočítává z procentních změn akcie během stanoveného období. Při bližším pohledu na obě akcie v prvních měsících obchodování, je překvapivé, jak jsou si naměřené hodnoty blízké. V obou případech akcie překročily hodnotu historické volatility 80% během dvou měsíců, kdy také dosáhly svého maxima. To značí vysokou míru spekulativních obchodů, která však byla oběma emisím implicitně předpovězena. Průměrně se dostáváme k hodnotám u Googlu na 48,01 % a na 58,68% u společnosti Facebook. Za první rok obchodování stoupla výnosnost akcií Googlu o 299%, zatímco u největší sociální sítě světa došlo k poklesu o 30%. Je patrné, jakým způsobem se teda obě firmy dostaly k volatilitě přes 80%. Facebook poklesem a Google výrazným skokem ceny akcií vzhůru. (Zdrojem jsou data získaná pomocí wolfram alpha)

¹⁸ Ukazatel EPS (Earnings per share) vyjadřuje poměr mezi čistým ziskem společnosti a počtem akcií, které emitovala.

Graf 4.1 Vývoj ceny akcií



Zdroj: NASDAQ.com

Srovnání P/E¹⁹ obou společností už tak jednoznačné není. V podstatě se dá pomocí P/E poměru odhadnout, jak přistupují investoři k daným akciím. Obecně se interpretace hodnot P/E odvíjejí od dvou základních kritérií. Tím prvním je průmysl, ve kterém společnost podniká. Zatímco ve stabilním odvětví, jakým je například energetika, se P/E všech společností pohybují na velice nízkých hodnotách, v IT odvětví je tomu přesně naopak. Druhým kritériem je stabilita společnosti a množství spekulativních obchodů s danými akcemi. P/E zaběhlých společností je tedy podstatně nižší, než u zaběhlých matadorů akciového trhu.

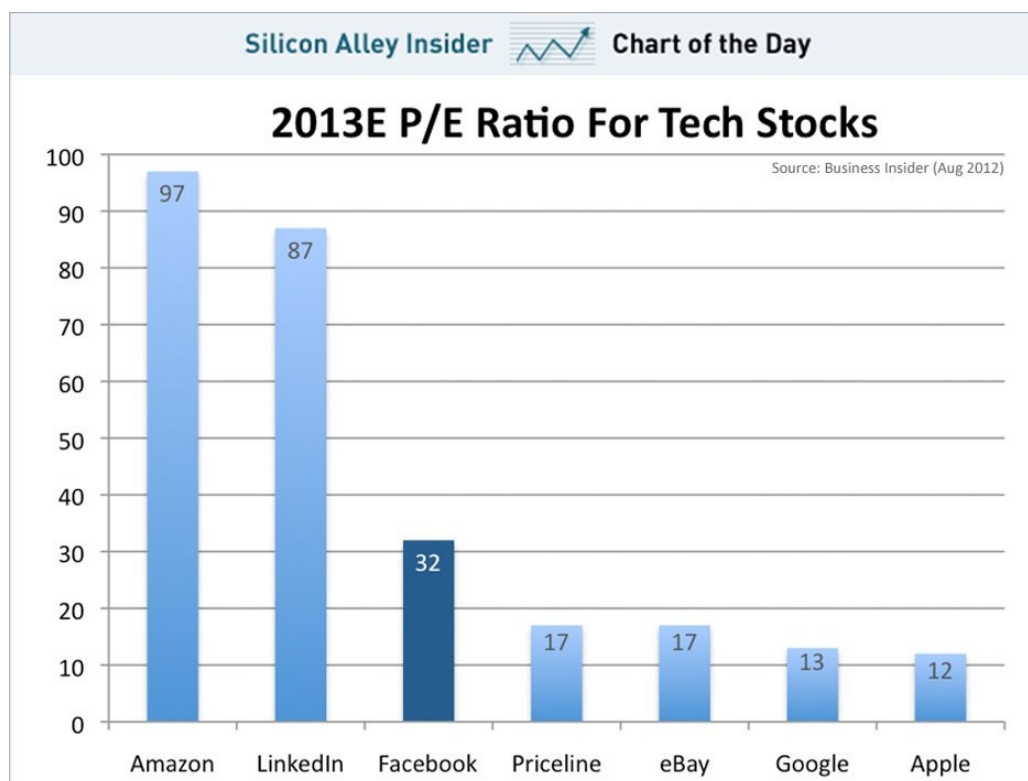
Právě IT odvětví a předpověď velkého úspěchu IPO, vyhnalo P/E obou společností relativně vysoko. U Googlu se hned ze startu pohyboval mezi 90-100. Tato hodnota ve skutečnosti znamená, že si investor zaplatí 90-100 dolarů za 1 dolar zisku. V dalším roce byla fluktuace P/E Googlu mezi 60 až 100.

Facebook se stal obětí spekulativních obchodů a hlavně velmi nízkého až záporného EPS. Do dvou měsíců po zahájení obchodování se dostal na úroveň Googlu, ale rostl až do hodnoty kolem 170. Akcie s tak vysokým P/E poměrem jsou naprosto odmítány dlouhodobě

¹⁹ Poměr P/E (Price to earnings) v podstatě znamená ochotu investorů zaplatit za akcii v poměru k ziskům společnosti. Vypočte se jako podíl současné hodnoty akcie a ukazatele EPS.

zaměřenými investory a získat se na nich snaží právě spekulanti. Zároveň vysoká hodnota P/E znamená nadhodnocenou cenu akcie.

Obr.4.1 Odhad P/E na rok 2013



Zdroj: Business Insider

V Obr. 4.1 vidíme předpokládané hodnoty P/E z pohledu roku 2012. U Facebooku se tento odhad významně minul, nicméně je zde patrné, jak se projevuje postavení společnosti a druh odvětví na hodnotě P/E. Je těžké předpovědět, kdy a jestli vůbec budou akcie Facebook následovat Google, ale je jasné, že se IPO rozhodně nepodařila, tak jak bylo zamýšleno a Google uhájil své prvenství, největší primární emise v historii.

4.2 IPO společností Apple a Microsoft

Druhá dvojice společností je důkazem, jak lze stejnou věc dělat dvěma naprosto rozdílnými způsoby. Hlavní cíl obou společností byl vytvořit osobní počítač, který budou lidé používat ke každodenní práci a stane se užitečným pomocníkem pro profesní i osobní život.

Apple zvolil cestu designu a uzavřeného systému, bez možnosti zásahu uživatelů, Microsoft zase funkční linii s velice svobodným přístupem uživatelů do svého operačního systému.

Časový rozdíl emisí obou společností je kratší, než v předešlém případě, ale vzhledem k tomu, že se pohybujeme v osmdesátých letech minulého století, je už značný problém s dohledáním detailních dat ohledně vývoje obou akcí. Analýza bude zaměřena až na období, kdy se obě akcie dají relevantně porovnat a to ve druhé polovině devadesátých let.

4.2.1 Průběh IPO společnosti Apple

Primární emisi začali připravovat vlastníci Applu v době, kdy se začala rýsovat nová epocha grafických technologií pro osobní počítače. Takový stav je pro společnost, která má velkou pravděpodobnost, že bude právě tou společností udávající nový směr vývoje, velice lukrativní právě pro IPO. Zároveň však Apple nebyl jediný, kdo na trhu osobních počítačů v té době úspěšně podnikal. Společnost Tandy Corp. byla v prodeji značně před Applem a například Massachusettští regulátoři trhu dokonce zakázali individuálním investorům tyto akcie kupovat. Zdůvodněním tohoto rozhodnutí byla přílišná rizikovost této IPO. Emise Applu byla poslední ze 183 IPO, které proběhly v roce 1980 a byly zařazeny do kategorie společností podnikajících v High-Tech průmyslu. Obchodovat se mohlo v 27 státech a některé expertízy předpovídaly dominový efekt zneprístupňování těchto akcí na trh, obdobně, jako v Massachusetts. Tyto negativní názory na IPO Applu byly založeny na neúspěšné emisi v roce 1979 společnosti Genetech, která své akcie emitovala značně podhodnocené a způsobila tak, velice negativní ohlasy na IPO rychle rostoucích společností. Všechny 4,6 milionů akcí bylo prodáno během minuty a nebylo tak pochyb o tom, jak mylné byly předpovědi Massachusetských expertů (Wall Street Journal, 1980 : 5)

Emise se zapsala do dějin hlavně tím, že okamžitě změnila osudy více než čtyřiceti zaměstnanců, z celkového počtu 1000, kteří se dne na den stali milionáři. Samotný Steve Jobs vlastnil, po dodatečné emisi dalších akcí, 7,5 milionů a toto držení mu vyneslo zisk v podobě 217 milionů dolarů.

Tab. 4.2 Detaily IPO AAPL

Detaily IPO Applu	
Datum	12. prosince 1980
Cena akcie	\$22,00
Symbol akcií	AAPL
Trh	NASDAQ
Počet emitovaných akcií	4 600 000
Hodnota akcií	\$ 101 200 000
Tržní kapitalizace	\$ 1 778 000 000
Underwriter	Morgan Stanley

Zdroj: <http://www.pophistorydig.com/?tag=apple-computer-ipo>

4.2.2 Průběh IPO Microsoftu

IPO Microsoftu se nesla ve znamení důsledně připravené emise, s mohutnou podporou veřejnosti. Na trhu NASDAQ byla v IT společnostech již prošlapána cesta Applem a tak se ve vedení společnosti případný neúspěch diskutoval jen velice zřídka. V lednu roku 1986 se v sídle firmy zastavil dokonce princ Charles, který vřele podpořil více prezidenta Microsoftu Tonyho Heye, který byl zodpovědný za vývoj nové verze Windows.

Všech částí přípravné fáze se účastnil i Bill Gates, který k IPO zprvu zaujímal velice negativní postoj a chtěl mít přehled o všech možných scénářích, které by jeho firma mohla po veřejném obchodování následovat. Byl totiž přesvědčen, že se Microsoft nenachází v situaci, kdy by potřeboval další cizí kapitál ke své další expanzi. Upisovací cena akcie byla stanovena na 21 dolarů a první den zakončila na hodnotě 27,75 dolarů za akcii. Akcie vrcholu prvního dne dosáhly téměř okamžitě v prvních minutách. Naštěstí se těsně před emisí, díky vysoké poptávce, rozhodli manažeři emise navýšit počet akcií a tak bylo první den prodáno 3,58 milionu akcií. Analytici vypočetli, že investoři měli to štěstí a dostali se k akcií za 21 dolarů moli ještě to odpoledne, při prodeji za nejvyšší cenu, mít až 40% zisk. Bill Gates s Paulem Allenem se tak podobně, jako Steve Jobs stali okamžitými milionáři a vlastnili 45% podíl. (<http://www.geekwire.com/2011/microsofts-ipo-25-years-happened-company/>)

Tab. 4.3 Detaily IPO Microsoftu

Detaily IPO Microsoftu	
Datum	3. března 1986
Cena akcie	\$21,00
Symbol akcií	MSFT
Trh	NASDAQ
Počet emitovaných akcií	3 095 000
Hodnota akcií	\$64 995 000
Tržní kapitalizace	\$778 000 000
Underwriter	Goldman Sachs

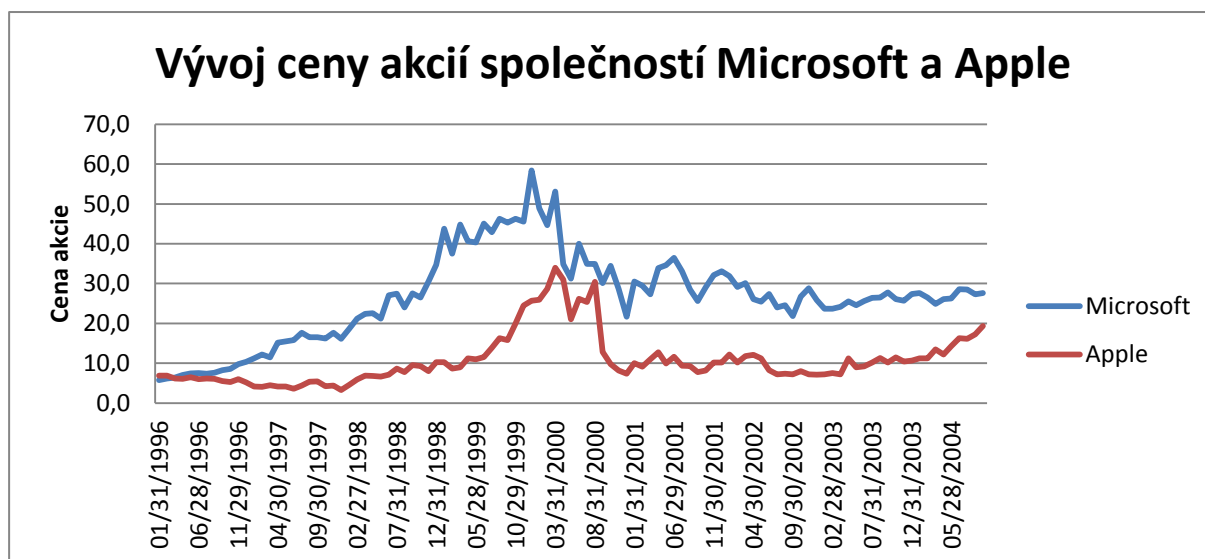
Zdroj: www.nasdaq.com

4.2.3 Srovnání vybraných ukazatelů obou emisí

V porovnání s předešlou dvojicí je zde základ pro analýzu daleko vhodnější. Emisní ceny akcií se liší jen o jeden dolar a v rozmezí mezi jednotlivými IPO neproběhla tak rozsáhlá ekonomická krize. Je dost pravděpodobné, že se v této analýze dostaneme k vyšší závislosti jednotlivých ukazatelů.

Pro srovnání chování akcií bylo zapotřebí zvolit optimální časové období, kdy se obě firmy nacházely v podobném tržním růstu a nepřišly na trh s nějakým zásadním produktem, který by cenu akcií enormně zvýšil, či snížil. Jako začátek nejvíce vhodného období byl zvolen rok 1996. Akcie Microsoftu začínaly reagovat na vypuštění operačního systému Windows 95 a Apple se chystal zveřejnit Mac OS 8. Jako konečný milník se nejlépe hodil konec roku 2004, čili období, nezkreslené neuvěřitelným úspěchem první verze iPhone společnosti Apple.

Graf 4.2 Vývoj ceny akcií společností Microsoft a Apple



Zdroj: NASDAQ.com

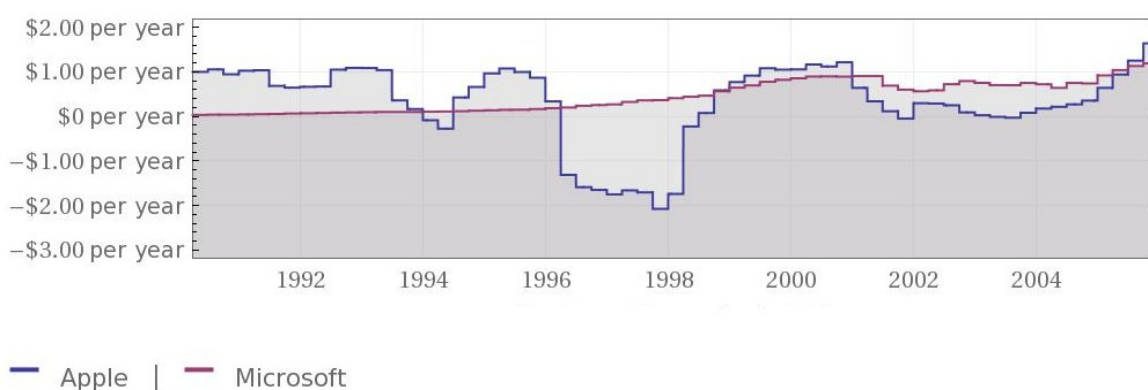
Primární emise obou společností dopadly téměř stejným úspěchem a je zajímavé, jak tato podobnost přetrvává i v chování ceny akcií obou společností. Do sledovaného období se žádné zásadní zvraty neudály a velké výkyvy sebou přinesly a pozdější devadesátá léta, která jsou předmětem analýzy.

Pokud aplikujeme stejnou korelační metodu srovnání, jako u dvojice společností Facebook a Google, dosáhneme velice zajímavých výsledků. Vzhledem k tomu, že na začátku sledovaného období byla cena akcií dokonce totožná, nemusíme, jako zdroj dat pro korelaci brát procentní změny ceny akcie, ale čistou tržní cenu akcie. Výsledek korelace za sledované období je 0,69, což se dá podle statistické terminologie interpretovat, jako velmi silná závislost. Znamená to tedy, že obě společnosti reagují velice identicky na veškeré podněty, které vstupují do tržního mechanismu. Právě úzká provázanost dodavatelů v IT odvětví často zapříčiňuje stejné reakce akcií. Je zajímavé sledovat velice provázané chování ceny akcií po splasknutí internetové bubliny, která praskla na konci roku 2000. Další významné momenty, které nám ukazuje graf 2, jsou zejména snahy Applu o dohnání ztráty po každém vypuštění nového operačního systému Windows. Tyto skutečnosti nastaly v roce 95 a 2000 a je z grafu patrné jisté opoždění Applu, i když je následný tvar křivky velice podobný.

Obě IPO se vyznačovaly okamžitým prodejem všech emitovaných akcií a následnou emisí dalších dodatečných. Vývoj ukazatele EPS byl do devadesátých let u obou společností téměř stejný, mírný růst s krátkodobým poklesem je v IT odvětví vcelku často vídaným jevem. Od počátku devadesátých let se EPS stabilně vyvíjel jen u společnosti Microsoft.

Oscilloval mezi 0 a jedním dolarem na akcii, zato u Applu byla situace komplikovanější. Personální změny, které se ve vedení společnosti s odchodem a příchodem Steva Jobse udály, negativně ovlivňovaly ceny akcií. V roce 1997 spustila společnost internetový obchod Apple Store a jde vidět, že ze začátku investoři novému konceptu moc nevěřili. Odhodlání Stevu Jobsovi nikdy nechybělo a tak přečkali i tyto těžké časy, kde se téměř dva roky pohybovali v záporných hodnotách, nejhůře až na -2 dolarech na akcii. V současné době je Microsoft na hodnotě 2 dolary na akcii a Apple po převratném vývoji se vstupem na trh mobilních telefonů a tabletů má hodnotu EPS 42 dolarů.

Graf 4.3 Vývoj ukazatele EPS mezi lety 1990 až 2005



Zdroj: <http://www.wolframalpha.com/input/?i=plot+eps+apple+1990+-2005+vs++eps+microsoft+1990+-2005>

Historická volatilita u obou společností dokresluje dynamické prostředí IT průmyslu. Je dost pravděpodobné, že by se průměrná volatilita Applu snížila až na 32,22%, protože hodnota 47,41% za období 1990 – 2005 je silně zkreslena rokem 2000. Propad cen akcií IT průmyslu nejvíce postihl společnosti Apple a Intel, které během jediného dne roku 2000 zaznamenaly propad tržní kapitalizace o více, než 50%. Microsoft tento propad zaznamenal také, ale jak lze vypožorovat z Grafu 4.2, propad ceny akcií nebyl tak významný. Tato skutečnost měla podstatný vliv na ukazatel volatility a během 29. září 2000, dosáhl hodnoty 276,1%. Volatilita Microsoftu za celé sledované období nikdy nepřekročila hodnotu 100% a je tedy zřejmé, proč se průměrná hodnota liší o více, než 10 procentních bodů. Pětiletá výnosnost jasně demonstruje nadvládu Applu se vstupem na další trhy, kromě osobních počítačů. Výnosnost akcií Microsoftu za posledních pět let stěží překračuje 20% hranici, zatímco Apple potvrzuje svou dominanci skoro 150%.

P/E poměr korespondoval s vývojem EPS. Problém s interpretací ukazatele P/E nastane ve chvíli, kdy má firma dlouhodobě záporné EPS. V případě, že se hodnota EPS pohybuje v hodnotách kolem tisíciny dolaru, je P/E poměr takřka neinterpretovatelný. Při dělení tak nízkým záporným EPS se dostávají hodnoty P/E až na -1000 dolarů. Nemalá skupina finančníků se tedy přiklání spíše k variantě, že se při záporných hodnotách EPS nahrazuje P/E poměru nulou a nepočítá se s ním. Výše zmíněná situace nastala právě v případě Applu a je tím pádem komparace s Microsoftem neproveditelná. Ne však po odeznění hospodářské krize. Tam je situace u obou společností podobná. P/E kleslo na hodnotu pod dvacet, a je to hodnota, kde Apple i Microsoft opravdu patří. Firmy, které tvoří trh spotřební elektroniky a počítačů a mají za sebou tolik společné historie, se u investorů trvale prezentují jako stabilní a dlouhodobá investice

4.2.4 Shrnutí výsledků analýzy IPO

Jedním z cílů bakalářské práce bylo nalezení podobných vzorců chování akcií společností, jejichž IPO se vyznačovaly podobnými prvky a průběhem. V případě internetových společností Facebook a Google bylo velkým překvapením, že nedošlo k téměř žádné shodě. Obě společnosti měly pro svou IPO podobně připravenou půdu a vše nasvědčovalo tomu, že Facebook vytyčí druhý historický milník na trhu NASDAQ a překoná prvenství Googlu v největší IPO všech dob. Nakonec se tak nestalo nejen v den emise, ale jak ukazuje analýza, chování obou společností ve zkoumaných měsících bylo naprosto odlišné. Překvapivě naopak dopadlo srovnání gigantů výpočetní techniky Applu a Microsoftu. IPO se nesly v podobném duchu nejen v počtu emitovaných akcií a jejich dodatečném navýšení, ale také v téměř identické ceně. Výsledek korelace téměř 0,7 je naprosto nečekaný, a když si uvědomíme, že se jedná o hodnotu za téměř 9 let, vyvstává zde nemálo otázek. Pokud by investoři v devadesátých letech o tomto vzoru chování akcií věděli, výše zisku by dosahovala závratných částek. Celá analogie chování akcií obou společností je o to dokonalejší, že akcie Applu následovaly Microsoft téměř vždy se tříměsíčním zpožděním a investoři tak mohli přesně vědět, kdy se cena chystá kulminovat.

Na dvojici společností Apple a Microsoft je jasně pozorovatelný rozdíl v šíři portfolia. Zatímco se Microsoft ve sledovaném období zaměřoval hlavně na rozšíření svých operačních systémů do co největšího počtu osobních počítačů, Apple byl v té době primárně výrobcem počítačů a příslušenství. V momentě krize je pak jasné, že se spotřebitelé snáze vzdají nákupu drahých počítačových sestav, zatímco operační systémy se, jako nenákladná položka, prodávají snáze. Volatilita akcií to potvrzuje zejména v krizovém roce 2000 a 2009,

kdy se u Microsoftu držela na relativně nízkých hodnotách v porovnání s Applem, jehož akcie měnily cenu ve velkých skocích.

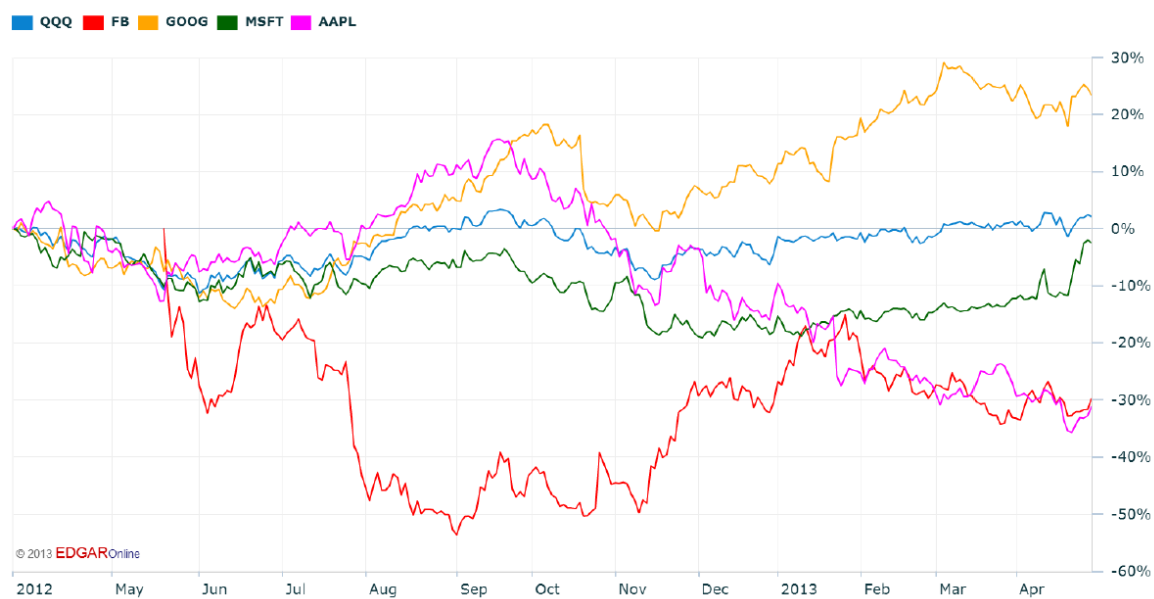
Zhodnotíme-li výsledek, kterým dopadly obě emise, nedá se hovořit o ničem jiném, než úspěchu. Je pravděpodobné, že se Microsoft nechal inspirovat nastavenými hodnotami IPO Apple. Podobný počet akcií a téměř stejný emisní kurz není náhodou. Nižší cena akcie a větší počet emitovaných akcií se v obou případech osvědčil, jako stabilní zdroj financování. Hlavně v prvních letech po emisi se kurz vyvíjel velice rovnoměrně a obě společnosti mohly využít stability k přípravě další expanze, na kterou posléze akcie reagovaly významným nárůstem ceny. Dopad pro emitenty se dá souhrnně považovat za velice přínosný. IPO obou společností naplnily hlavní poslání a to zprostředkovat kapitál k dalšímu vývoji, který pokračoval setrvalým vzestupem hodnoty obou firem. Investoři tyto akcie, díky své stabilitě, využívají hlavně k začlenění do méně rizikových portfolií. Ve stejné míře se o akcie zajímají i konzervativní fondy. V současné době se Apple nachází v propadu cen svých akcií. Tento je způsoben hlavně změnou ve vedení a tím pádem i firemní politiky. Předpovědi nenaznačují velký obrat ve vývoji situace, neboť jejich konkurence má daleko větší počet výrobků na trhu. Apple začíná silně limitovat neúměrně dlouhá doba mezi inovacemi jejich produktů. Akcionáři se upínají k letošnímu létu, kdy by měl být představen revoluční iPhone 6. Microsoft se dlouhodobě potýká s neúspěchem na trhu tabletů, jenž se viditelně podepsal na dlouhodobé stagnaci. Predikce je však v případě Microsoftu příznivější. Jejich nejnovější operační systém Windows 8 byl zbaven prvotních chyb a začíná se široce využívat ve všech nových platformách.

Výsledky IPO dvojice internetových společností Google a Facebook jsou, jak už bylo částečně vysvětleno výše, velice odlišné. Paradoxní na této situaci je fakt, že na rozdíl od Microsoftu s Applem se tyto IPO měly velice podobat a přinést Facebooku nemalé finanční zisky. Volba IPO s holandskou aukcí byla vyhodnocena jako klíčová v úspěchu Googlu a před květnovou emisí Facebooku se množily zprávy o jejím znovupoužití. V případě Googlu došlo k situaci, že se počet 19 milionů emitovaných akcií povedlo holandskou aukcí ocenit na správnou hodnotu, i když překvapivě vysokou. Facebook nakonec zvolil klasický průběh IPO a doplatil na neustálé přeceňování emisní ceny na vyšší a vyšší hodnoty, které akcie nakonec silně nadhodnotily a dle ukazatele P/E byly nadhodnoceny i po prvních velkých propadech jejich ceny. Ve srovnání s Googlem bylo emitováno 421 milionů akcií. Pokud dojde k nadhodnocení ceny akcií v takovém objemu, je to pro emitující společnost velice zásadní zaváhání. U obou IPO se vyskytl velký počet spekulativních obchodů, které však v případě

Facebooku mnoho zisku nevygenerovaly. Zatímco akcie Googlu po emisi zvyšovaly volatilitu velkým nárůstem své ceny, u Facebooku došlo k rychlému poklesu a poté relativně stabilnímu mírnému růstu. Je otázkou, zda by emise dopadla úspěšněji, při použití holandské aukce. Hlavní underwriter IPO Facebooku Morgan Stanley vedl IPO Googlu právě holandským způsobem. Mediální propagace IPO Facebooku měla za důsledek netradiční chování, jinak konzervativních, investorů. Zaručovaný úspěch emise přesvědčil velké procento skupinových investorů doporučit svým klientům právě tuto emisi, a to i těm, kteří obvykle ukládali své peníze do nerizikových položek. Naopak v případě Googlu a jeho vysoké volatilitě akcií je situace zcela odlišná. Potenciál vysokého výnosu akcií láká velké množství investorů zkoušet rizikovější investice právě s akciemi Googlu. Společnost je v současné době velmi stabilní a s nepravděpodobným poklesem akcií, že tyto transakce probíhají ve vysokých objemech, což jen dopomáhá Googlu k dalšímu růstu. Vzhledem ke zvyšujícímu se počtu žalob na neúspěšnou emisi Facebooku je pravděpodobným viníkem nastalé situace mezičlánek v podobě Morgan Stanley. Únikem informací o emisní ceně a doporučením k prodeji nejdůležitějším klientům nebudí Morgan Stanley přílišnou důvěru. V případě holandské aukce by rozhodně nedošlo k umělému navýšení emisní ceny vedením společnosti. Přesto by tržní kapitalizace, v případě emisní ceny akcie kolem 20 dolarů, nepokořila metu vytyčenou Googlem a společnost Facebook by mohla při této IPO dosáhnout daleko lepších výsledků.

Následující Graf 4.4 ilustruje současnou situaci cen akcií v porovnání s hlavním indexem trhu NASDAQ. Vysoké investice společnosti Google do výzkumu a vývoje nových odvětví přinášejí relativně stabilní růst akcií a vzhledem k připravovaným projektům je vysoce pravděpodobný jejich další vzestup. Facebook vzhledem k vyčerpání potenciálních nových uživatelů své sociální sítě bude muset nastavit nový směr zlepšením svých služeb. Přestože nedávno překročil významnou metu jedné miliardy uživatelů, počet aktivních uživatelů této sociální sítě v posledních měsících výrazně klesá a současní uživatelé začínají hledat možné alternativy.

Graf 4.4 vývoj ceny akcií vzhledem k indexu NASDAQ-100



Zdroj: NASDAQ.com

5 Závěr

Kapitálový trh je často přirovnáván k živému organismu, jehož analýza chování si žádá spoustu času a není jednoduché do něj proniknout. Proces přípravy IPO je vlastně o neustálém hledání ideální stavu firmy před vypuštěním do nebezpečného prostředí kapitálového trhu, kde se jakékoli zaváhání nepromítá. Potvrdily to i osudy některých emisí v této bakalářské práci, které doplatily na snahu diktovat trhu jeho potřeby a způsob uvažování.

Analýza vybraných IPO ukázala většinu možných způsobů, jak primární emise mohou dopadnout. Od velice dobře připravených emisí společností Microsoft a Apple, které díky nim mohly pokračovat v ražení cesty novým produktů v oblasti spotřební elektroniky a IT až po ty extrémně případy Facebooku a Googlu. První jmenovaná společnost doplatila na zákulisní machinace a snahu o překonání historických milníků. Tlak veřejnosti, který provázel přípravu IPO firmy Facebook, měl především negativní důsledky. Vedení společnosti, před hájením zájmů Facebooku, upřednostňovalo především překonat úspěch IPO Googlu. Světoznámý internetový vyhledávač vyšel z celé analýzy, jako jednoznačný vítěz, což dokresluje i vývoj současné ceny akcií viz Graf 4.4. Současný úspěch akcií společnosti Google má však kořeny v její IPO, která právem udržela své prvenství i po emisi Facebooku. Dobré vztahy s vedoucím emise, vývoj nových systému, které mohly zprostředkovat holandskou aukci a hlavně dokonale přečtený trh, umožnil Googlu na IPO vystavět jeho současný úspěch.

Zpětný pohled na před emisní prohlášení společností a srovnání s konečným výsledkem IPO, dává budoucím emitentům dost výrazně najevo, že se tak komplexní proces, jakým IPO bezpochyby je, nikdy nedá dokonale odhadnout. Nezáleží na tom, jak úspěšná byla společnost v minulosti. Život společnosti se dělí na období před emisí a po ní, přičemž zde neexistuje žádná záruka, že se tato období budou sobě podobat. Tento fakt je zřejmě tím hlavním důvodem zvýšeného počtu IPO nejen ve Spojených státech, ale také v Asii. Společnosti se často rozhodují pro IPO právě z toho důvodu nového restartu, chtějí začít znova a úspěšněji. Je možné, že se do pár let dočkáme podobného rozmachu primárních emisí také v České republice. Avšak konzervativní přístup ke kapitálovým trhům a doznívající finanční krize bude zřejmě tento proces prozatím zpomalovat.

Seznam použitých zdrojů

Odborné publikace

- ESPINASSE, Philippe. *IPO: a globalguide*. Hong Kong: Hong Kong University Press, 2011, xx, 354 p. ISBN 98-880-8318-X.
- MELUZÍN, Tomáš., ZINECKER, Martin.: *IPO Prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. 1. vydání, Brno: ComputerPress, a.s., 2009. 188 str. ISBN 978-80-251-2620-2.
- MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.
- REJNUŠ, Ondřej., *Finanční trhy*. 1. Vydání, Ostrava: KeyPublishing, 2008. 559 str. ISBN 978-80-87071-87-8.
- RITTER, Jay. Initial Public Offerings. [online]. 1998, s. 30. Dostupné z: <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/rittip01.pdf>
- UTTAL, Bro. Insidethedealthat made Bill Gates \$350,000,000. [online]. 1986, s. 23. Dostupné z: <http://www.unf.edu/~rlamb/Docs/Microsoftarticle.pdf>
- WESTENBERG, David A. *Initial public offerings: a practicalguide to going public*. 1st ed. New York, NY: PractisingLaw Institute, 2009, p. cm. ISBN 978-140-2412-585.

Internetové články a elektronické publikace

- DOYLE, Jack. Apple, Rising:1976-1985,. *PopHistoryDig.com* [online]. 2010Dostupné z: <http://www.pophistorydig.com/?tag=apple-computer-ipo>
- OVIDE, Shira a James OBERMAN. Flashback to Apple's 1980 IPO. *The Wall Street Journal: DealJournal* [online]. 2011Dostupné z: <http://blogs.wsj.com/deals/2011/10/06/flashback-to-apples-1980-ipo/>
- Google-IPO: Yourunofficial source fordiscussion and Newsaboutthe IPO. ANSWERTIPS. [online]. Dostupné z: <http://www.google-ipo.com/>
- JALŮVKOVÁ, Tereza. Konkurenční boj v technologiích sílí, Apple i Microsoft mění členy vedení. *E15* [online]. 16.11.2012Dostupné z: <http://zpravodajstvi.jtbank.cz/clanky/investice/konkurencni-boj-v-technologiich-sili-apple-i-microsoft-meni-cleny-vedeni>

- MCCRANK, John. Nasdaq earnings fall on charges from Facebook's botched IPO. *Reuters: Online* [online]. 2013 [cit. 2013-05-02]. Dostupné z: <http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/international-business/us-business/nasdaq-earnings-fall-on-charges-from-facebooks-botched-ipo/article11517236/>
- TRISTAN, Louis. Facebook IPO vs. Google IPO. [online]. Dostupné z: <http://www.tnl.net/blog/2012/02/05/facebook-ipo-vs-google-ipo/#sthash.DqVdbGqC.dpbs>
- Yahoo! Finance: Education Center. YAHOO!. *Price/Earnings Ratio* [online]. Dostupné z: http://finance.yahoo.com/education/stocks/article/101046/Price_Earnings_Ratio
- YAROW, Jay. CHART OF THE DAY: Even At \$21, FacebookIsStillOverpriced. *Business Insider* [online]. 2012Dostupné z: <http://www.businessinsider.com/chart-of-the-day-pe-ratio-for-tech-companies-2012-8>

Seznam zkratk

FB	Označení akcií společnosti Facebook
AAPL	Označení akcií společnosti Apple
MSFT	Označení akcií společnosti Microsoft
GOOG	Označení akcií společnosti Google
EPS	Earnings per share – Výnos na akcii
P/E	Price to earnings – Poměr tržní ceny akcie k čistému zisku
IR	Investment Relations
PR	Public Relations
USD	United States dollar – Měna
IPO	Initial public offering
EBIT	Earnings before interest and taxes

Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

Ostravě dne 2.5.2013


Ondřej Byrtus

Seznam příloh

Příloha 1: Konkurenční boj v technologiích sílí, Apple i Microsoft mění členy vedení

Příloha 2: NASDAQ earnings fall on charges from Facebook's botched IPO

Příloha 3: Rok, keď sa mýlila aj Wall Street

Příloha 1: Konkurenční boj v technologiích sílí, Apple i Microsoft mění členy vedení

Konkurenční boj v technologiích sílí, Apple i Microsoft mění členy vedení

Největší americké technologické společnosti v posledních dvou měsících výrazně propadají. Není tak zřejmě náhodou, že dva giganti a odvěcí rivalové se rozhodli k personálním změnám na nejvyšších postech.

Společnost Apple, která od svých zářiových maxim propadla o 22 %, na konci října oznámila odchod Scotta Forstalla, ředitele pro software, na jehož bedra padají problémy s novým operačním systémem pro iPhone a iPad. Apple však po tomto kroku odevzdal zhruba 8 %. V tomto týdnu následuje agresivního hráče i společnost Microsoft. Svou rezignaci v polovině listopadu oznamuje Steven Sinofsky, jenž šéfuje divizi Windows a Windows business. Děje se tak necelý měsíc poté, co Microsoft představil novou verzi operačního systému Windows 8 s dotykovým rozhraním a ukázal nový tablet Surface. Steven Sinofsky pracoval ve společnosti 23 let a byl mnohými považován za nástupce současného CEO. Jeho odchod tak prohloubil ztrátu společnosti z březnových čtyřletých maxim na 17 %, když titul během jediného dne odevzdal 4 %. Přestože Steven Sinofsky byl považován většinou analytiků za silnou osobnost Microsoftu, hovořilo se o jeho neschopnosti komunikovat s ostatními členy vedení. V době, kdy se společnost nachází v kritickém bodě a snaží se nejen upevnit svoji pozici v sektoru pevných počítačů a notebooků, ale zejména proniknout do konkurenčního boje v mobilních přístrojích, tedy chytrých telefonech a tabletech, vsází generální ředitel na dynamičtější a komunikativnější členku týmu Julii Larson-Green. Konkurenční boj se tak začíná přiostrhovat, což je dobrou zprávou pro investory, kteří mají volné finance, neboť obě společnosti se z hlediska valuací dostávají na zajímavé úrovně.

Príloha 2: NASDAQ earnings fall on charges from Facebook's botched IPO

Nasdaq OMX Group Inc. reported a lower first-quarter profit on Wednesday as the transatlantic exchange operator set aside cash to reimburse firms harmed in Facebook Inc.'s botched market debut last May.

Net income attributable to Nasdaq totalled \$42-million (U.S.), or 25 cents a share, down from \$84-million, or 48 cents a share, a year earlier.

Monitors show the value of the Facebook, Inc. stock during morning trading at the NASDAQ Marketsite in New York in this file photo taken June 4, 2012. REUTERS

Facebook founder and CEO Mark Zuckerberg rings the opening bell for the Nasdaq exchange remotely from the company's California headquarters, Friday, May 18, 2012. Reuters.

Retail market makers have estimated they lost a combined \$500-million due to Facebook's IPO on May 18, when a systems failure at Nasdaq prevented timely order confirmations for many market participants. That left them trading in the dark in the midst of the leading online social network's market debut.

In March, the SEC approved Nasdaq's plan to reimburse firms that meet certain criteria up to a total of \$62-million. However, Nasdaq disclosed that the SEC's Division of Enforcement was conducting an investigation relating to the systems issues.

Nasdaq has been diversifying away from transaction-based revenues over the past several years, putting more of a focus on business units that provide a steadier income flow through providing services like technology and data to other companies.

On April 1, Nasdaq said it would buy electronic Treasuries-trading platform eSpeed from BGC Partners Inc for \$750-million in cash, providing the exchange operator an entry into one of the world's largest and most liquid cash markets.

The New York-based company said in March it planned to create a market for trading shares of unlisted companies in a joint venture with trading platform SharesPost Inc. And it announced in December it was buying Thomson Reuters Corp's investor relations, public relations and multimedia services units for \$390-million.

The expense guidance does not include expenses related to Nasdaq's cost reduction plan, expenses for the Facebook payback plan, the SEC investigation, special legal expenses, or expenses associated with the eSpeed and Thomson Reuters' unit deals.

Příloha 3: Rok, keď sa mýlila aj Wall Street

Rok 2012 sa do dejín zapíše ako 365 dní veľkých pohybov investičných inštrumentov a nadupaného akčného diania na finančných trhoch. Striedali sa v ňom rast, v zápätí nato pokles, strach a neistota z kolapsu eurozóny či tvrdého pristátia čínskej ekonomiky.

Investori zažili veľa prebdených nocí pri čakaní na (ne)dohody z nekonečných rokovaní a summitov európskych lídrov pri riešení dlhovej krízy alebo fiškálneho útesu v USA. Obchodníci boli pravidelne nervózni z očakávaní, či centrálné banky doručia kroky, ktoré by dokázali stabilizovať napätú situáciu na trhoch. Nakoniec sa však politici dohodli a bankári doručili všetko pre upokojenie situácie.

Čierne scenáre sa nenaplnili

Najčernejšie scenára globálneho ekonomického vývoja sa nakoniec nenaplnili. Ukázala sa sedliacka pravda, že po každej búrke raz vyjde slnko a koniec sveta nenastáva príliš často a už rozhodne nie 21. decembra 2012. Veľa profesionálnych ekonomických „veštcov“, teda analytikov z veľkých mien Wall Street však bolo až priveľmi skeptických a ich predikcie sa ukázali ako nesprávne. Najhoršie obchody, najmä od leta minulého roka, boli **stávky na prehĺbenie krízy eurozóny**.

Mýlili sa Citigroup aj Morgan Stanley...

Citigroup postupne zvyšovala pravdepodobnosť odchodu Grécka z eurozóny z februárových 25 percent až na júlových 90 percent a spôsobila veľkú pozornosť, keď „naplánovala“ návrat Atén k drachme na 1. januára 2013. Politická vôľa medzinárodných veriteľov podržať Grékov, ktorá bola zároveň podporená krokmi centrálnych bánk jej predstavy však znegovali.

Nepodaril sa ani výhľad **Morgan Stanley**, ktorá očakávala, že americký akciový index S&P 500 stratí sedem percent, hoci nakoniec v minulom roku pridal vyše 15 percent a prekonal očakávania konsenzu analytikov (sedempercentný rast). Najviac od roku 2003!

Trh podcenil najmä ochotu FEDu uvoľňovať menovú politiku, čo sa pretavilo v ochote platiť viac za zisky firiem cez rast P/E ukazovateľa.

...nevyšlo to ani Credit Suisse a Goldman Sachs

Nevyšla ani stávka Credit Suisse na rast volatility trhu pre všadeprítomnú neistotu a otázniky nad budúcim vývojom eurozóny. Index volatility VIX derivovaný z cien opcií na akcie indexu S&P 500 klesol za rok na 18,02 bodu z 23,4, čo je najvyšší ročný pokles od roku

2009. Navyše podľa dát JP Morgan priemerná volatilita cien opcií mien rozvinutých krajín klesla o 34 percent, najviac minimálne od roku 1993.

Zlý odhad mal aj Goldman Sachs, ktorý na začiatku minulého roka očakával rast čínskeho akciového indexu CSI 300 o masívnych 36 percent. Reálne však rástol len o necelých osem percent po tom, ako sa miestna vláda rozhodla tmiť prehrievajúci sa realitný trh a brzdiť infláciu. V takomto duchu by sa dalo pokračovať ďalej a ukázať omyly Nomury alebo JP Morgan.

Príčiny nesprávnych predpovedí

Vo všeobecnosti sú analytici a stratégovia skutočnými odborníkmi na analyzovanie rôznych ekonomických a finančných dát, keď disponujú takmer neomylnými zložitými matematickými modelmi. **Vývoj v uplynulom roku však ovplyvňovali najmä často ťažko predvídateľné kroky politikov a centrálnych bankárov**, ktoré bolo náročné do takýchto modelov započítať. Práve tieto faktory vládnu na finančných trhoch azda najviac za ostatné dve či tri dekády.

Ukazuje sa teda, že **dobrý odborník** na vývoj cien akcií či mien musí byť čoraz viac solídny politológom a nemôže podceňovať silu „viditeľnej ruky“ predsedov vlád či prezidentov centrálnych bánk na trhu.